المملكة العربية السعودية
جامعة الملك سعود
كلية العلوم الإدارية
مركز البحوث



المؤشرات العالمية للأسهم
مع انشاء مؤشر خاص بالأسهم السعودية

إعداد
الدكتور/ السيد إبراهيم الدسوقي
أستاذ مشارك بقسم الأساليب الكمية

الرياض
١٤٠٩هـ - ١٩٨٩م

مطابع جامعة الملك سعود ١٤٠٩هـ


بسم الله الرحمن الرحيم



بسم الله الرحمن الرحيم

تقديـــــم

منذ فترة زمنية ليست بالقصيرة يشعر كثير من المهتمين بموضوع الأسهم فى المملكة بالحاجة الماسة والشديدة الى تواجد موءشر للأسهم السعودية ، موءشر يملأ فراغا يحس به الجميع ويحقق تكاملا لازما ولابد منه مع الجهود التى تقدمها حكومة المملكة العربية السعودية ممثلة فى وزارة التجارة والصناعة وموءسسة النقد العربى السعودى ، حيث يتم بذل الكثير من الجهد فى اعداد واصدار نشرات تداول الأسهم بالمملكة ، موءشر يصمم ليخدم أساســا وبالدرجة الأولى مصالح الآلآف من المستثمرين ، الذين يرغبون فى أن تقدم لهم المعلومات المالية بطريقة كمية مبسطة وسريعة وواضحة ، توءدى الى تفهم الأوضاع العامة للأستثمار من ناحية ، وزيادة الوعى الإستثمارى بين جماهير المستثمرين من ناحية أخرى .

وايمانا من مركز البحوث بكلية العلوم الادارية بضرورة مسايرة الركب الحضارى من جهة ، وحرصا على المساهمة فى الجهود التى تبذل فى سبيل تحقيق الأهداف المنشودة للإستثمار من جهة أخرى ، فاننا نقدم هذه الدراسة التى تستعرض الموءشرات العالمية للأسهم بصفة عامة ، كما تقدم لنا موءشرا خاصا بالاسهم السعودية ، فمما لاريب فيه أن الوقت قد حان لإعادة التوازن والإنتعاش لسوق الاسهم السعودية بعد أن شهدت هذه السوق حالة من الركود والسكون لم تشهدها من قبل ، متأثرة فى ذلك بحركة الركود الاقتصادى العالمى ، ففى حين كان المطلوب منذ فترة زمنية ليست بالطويلة وقف الإرتفاع المبالغ فيه فى أسعار بعض هذه الأسهم المحلية ، فان ماحدث فعلا هو انخفاض مبالغ فيه أيضا فى أسعار البعض من هذه الأسهم .

انا نأمل أن يلقى مثل هذا البحث الضوء على مسرح الاستثمار الدولى فى الأسهم بصفة عامة وعلى أوضاع الاستثمار فى الأسهم السعودية بصفة خاصة ، حيث تمثل الاسهم أهم أدوات المشاركة فى الملكية فى مجتمع مسلم متمسك بتعاليم الدين الاسلامى الحنيف وشريعته السمحاء ، كما نأمل أن نكون بذلك قد ساهمنا فى تقديم بعض الجهد نحو ارشاد المستثمر السعودى بطريقة موضوعية محايدة بعيدة عن الآراء الذاتية ، حيث لازال كثير من المواطنين يعتمد على الفطرة والتخمين عند اتخاذ قراراته الاستثمارية دون أن يبنى هذه القرارات على أسس أو قواعد موضوعية ، وباختصار فان هذا البحث قدم ليغطى حاجة فعلية ظهرت ولا زالت قائمه ، حاجة فى تفهم حقيقة أوضاع السوق المالى فى الداخل وفى الخارج وكذلك تنمية الأفكار الإستثمارية ، ونرجو أن نكون قد خطونا بذلك خطوة نحو توجيه الإستثمار فى المملكة الوجهة الصحيحة تجاه الأنشطة الإنمائية المختلفة .

نسأل الله العون والتوفيق ، والله من وراء القصد .

مركز البحوث بكلية العلوم الادارية

ملخص

يستهدف هذا البحث أساسا محاولة انشاء مؤشر مالي لاسهم المملكة العربية السعودية ، ولتحقيق هذا الهدف فلقد تم تقسيم البحث الى جزئين :

الجزء الاول نقوم فيه بالقاء الضوء على الاسواق المالية الدولية وعلى مؤشرات الاسهم المستخدمة في تلك الاسواق ، كما نتعرض فيه للاسلوب الفني في تحليل أداء هذه الاسواق مع التركيز على سوق الاسهم في الولايات المتحدة الامريكية باعتباره أهم تلك الاسواق الدولية ، كما نهتم فيه أيضا بالتعريف بأهم مصادر المعلومات المالية في تلك السوق وكيفية حساب نقاط بعض المؤشرات العالمية والنقد الموجه لها .

أما الجزء الثاني من البحث فانه يستفيد من عرض وتحليل هذه الخبرة الاجنبية وذلك في اختيار الاساس المناسب والاسلوب الملائم للتطبيق نحو انشاء مؤشر مالي خاص بالاسهم السعودية - هذا باستخدام بيانات الفترة (١٤٠٥ - ١٤٠٨ هـ) - كما يتم أيضا في هذا الجزء من البحث التعريف بالمجالات المتاحة للاستثمار بالاسهم السعودية وتحليل نتائج هذا المؤشر والمؤشرات الفرعية الاخرى التي يضمها والتي تمثل مجموعات النشاط الاقتصادى المختلفة في المملكة .

فهرس المحتويات

	الموضـــــوع	الصفحة
ـ	ملخص	١
ـ	أهداف البحث	١
ـ	المقدمة	٣
(١)	الجزء الاول : المؤشرات العالمية للاسهم :	
(١ ـ ١)	الاسواق النقدية وأسواق رأس المال	٦
(١ ـ ٢)	الاسواق المالية الدولية	٦
(١ ـ ٣)	الاسلوب الفنى فى تحليل أداء الاسواق	١٠
(١ ـ ٤)	نظرية دوا *Daw Theory*	١٢
(١ـ٤ـ١)	تقييم نظرية داو	١٥
(١ ـ ٥)	الاسواق المالية فى بعض دول العالم وأهم مؤشرات الاسهم فيها	
(١ ـ ٥ ـ ١)	السوق المالى فى الولايات المتحدة	١٧
(١ ـ ٥ ـ ٢)	السوق المالى فى المملكة المتحدة	١٨
(١ ـ ٥ ـ ٣)	السوق المالى فى اليابان	١٩
(١ ـ ٥ ـ ٤)	السوق المالى الكندى	٢١
(١ ـ ٥ ـ ٥)	الاسواق المالية الاوربية الاخرى	٢٢
(١ ـ ٥ ـ ٦)	السوق المالية الاسترالية	٢٤
(١ ـ ٥ ـ ٧)	الاسواق المالية فى أمريكا الجنوبية	٢٤
(١ ـ ٥ ـ ٨)	السوق المالى فى هونج كنج	٢٥
(١ ـ ٥ ـ ٩)	السوق المالى فى ماليزيا وسنغافورة	٢٥
(١ ـ ٥ـ١٠)	السوق المالى فى الكويت	٢٦
(١ ـ ٥ ـ١١)	السوق المالى فى عمان	٢٨
(١ ـ ٥ ـ١٢)	السوق المالى فى البحرين	٢٩
(١ ـ ٦)	مؤشرات الاسهم ومصادر المعلومات فى الولايات المتحدة :	
(١ ـ ٦ ـ ١)	مؤشر الداو جونز *Daw Jones*	٣١
(١ـ٦ـ١ـ١)	طريقة حساب مؤشر داو جونز	٣٤
(١ـ٦ـ١ـ٢)	تقويم مؤشر داو جونز	٣٠
(١ ـ ٦ ـ ٢)	مؤشر ستاندر *Standard & Poor's*	
(١ـ٦ـ٢ـ١)	طريقة حساب مؤشر *S & P's*	
(١ ـ ٦ ـ ٣)	مؤشر بورصة نيويورك *New York Stock Exchange Index*	
(١ ـ ٦ ـ ٤)	مؤسر الاسهم الامريكية ,, ,, ,, ,, *American*	

الموضـــــــوع	الصفحـــة

(١ـ٦ـ٦) المؤشرات الاخرى ومصادر المعلومات فى السوق المالية الأمريكية :::::::::::::::::::::::::::::::::::: ٤٩

(١ـ٦ـ٧) النقد الموجه لاهم هذه المؤشرات العالمية ::::::::::: ٥٣

(٢) الجزء الثانى : انشاء مؤشر مالى لإسهم المملكة العربية السعودية : ٥٩

(٢ـ١) الاطار العام للشركات فى المملكة العربية السعودية :::::: ٦١

(٢ـ٢) تطور الشركات المساهمة فى المملكة :::::::::::::::: ٦٢

(٢ـ٣) المجالات المتاحة للاستثمار عن طريق الاسهم العادية بالمملكة ٦٥

(٢ـ٣ـ١) فى قطاع الشركات المالية :::::::::::::::::::::: ٦٥

(٢ـ٣ـ٢) فى قطاع الشركات الصناعيةوالزراعية ::::::::::::::::: ٦٥

(٢ـ٣ـ٣) فى قطاع النقلوالخدمات :::::::::::::::::::::: ٦٩

(٢ـ٤) تداول الاسهم فى المملكة العربية السعودية :::::::::: ٧٥

(٢ـ٤ـ١) حجم التداول كأحد المؤشرات الهامة للسوق ::::::::: ٧٨

(٢ـ٥) انشاء مؤشر خاص بالاسهم السعودية ::::::::::::::: ٨٠

(٢ـ٥ـ١) اختيار رقم الاساس المناسب وتحديد فترة الاساس للمؤشر ٨١

(٢ـ٥ـ٢) حساب رقم المؤشر :::::::::::::::::::::::::: ٨٣

(٢ـ٥ـ٣) ملاحظات تجدر الاشارة اليها ::::::::::::::::::::: ٩٤

(٢ـ٦) تحليل نتائج المؤشرات النوعية لاسهم مجموعات النشاط المختلفة بالمملكة :::::::::::::::::::::::::::: ٩٧

(٢ـ٦ـ١) باستخدام أسلوب تحليل الانحدار :::::::::::::::: ١٠٣

(٢ـ٦ـ٢) باستخدام طريقة المركبات الاساسية :::::::::::::::: ١٠٦

(٢ـ٦ـ٢ـ١) الاطار العام لتطبيق طريقة المركبات الاساسية :::::::::: ١٠٩

(٢ـ٦ـ٢ـ٢) الاختيارات الاولية للتحميلات ::::::::::::::::::::: ١١١

(٢ـ٦ـ٢ـ٣) اختبار معنوية التحميلات :::::::::::::::::::::: ١١٦

(٢ـ٦ـ٢ـ٤) معيار تحديد عدد المركبات الاساسية التى يجب الاحتفاظ بها فى التحليل (معيار *Kaiser* ـ معيار *Cattles*) ١١٩

(٣) الجزء الثالث : أهم نتائج البحث : ١٢٣

ـ قائمة المراجع العربية :::::::::::::::::::::::::::::: ١٣٨

ـ قائمة المراجع الاجنبية :::::::::::::::::::::::::::::: ١٤٠

ـ الملاحـــــــــق :::::::::::::::::::::::::::::: ١٤٥

فهرس الجداول والملاحق

رقم الجدول	موضـــوع الجـــــــــدول	الصفحة
١	طريقة حساب موءشر ستاندر ديورز ::::::::::::::::::::::	٤٣
٢	التغيرات في أرقام بعض الموءشرات الهامة :::::::::::::	٥٥
٣	الشركات المختلفة بالمملكة وجملة رأس المال في عام ١٤٠٥هـ	٦٢
٤	الشركات المساهمة في المملكة في عام ١٤٠٥هـ :::::::::::	٦٤
٥	الشركات المالية المساهمة في المملكة :::::::::::::::::	٦٦
٦	الشركات المساهمة للصناعاتالتحويلية والبترولية بالمملكة	٦٨
٧	الشركات المساهمة للاسمنت في المملكة :::::::::::::::	٧٠
٨	الشركات المساهمة الزراعية بالمملكة :::::::::::::::::	٧١
٩	الشركات المساهمة للنقل والخدمات الاخرى بالمملكة ::::::	٧٣
١٠	الشركات المساهمة للكهرباء بالمملكة :::::::::::::::::	٧٤
١١	الموءشر الاسبوعي للاسهم السعودية طبقا للاساس الاول	٨٦
١٢	الموءشر الاسبوعي للاسهم السعودية طبقا للاساس الثاني	٩١
١٣	رقم الموءشر السنوي للاسهم السعودية ::::::::::::::::	٩٤
١٤	المتغيرات الخاضعة للتحليل :::::::::::::::::::::::	٩٨
١٥	مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون :::::::::::::::::::::	٩٩
١٦	نتائج تحليل الانحدار لنماذج العلاقات الدالة بين المتغيرات	١٠٥
١٧	حساب التحميلات الخاصة بالمركبة الاساسية الاولى :::::::	١١٢
١٨	حساب التحميلات الخاصة بالمركبة الاساسية الثانية ::::::	١١٥
ملحق رقم ١	ملخص بيانات الشركات المساهمة التي شملها موءشر الاسهم السعودية ::::::::::::::::::::::::::::::::::	١٤٥
ملحق رقم ٢	القيم المضبوطة لمستويات معنوية معاملات ارتباط بيرسون " جدول تشيلد " ::::::::::::::::::::::::::	١٤٧
ملحق رقم ٣	نموذج مقترح لعرض بيانات تداول الاسهم السعودية :::::::	١٤٨



أهداف البحث :

أ ـ الهدف الرئيسي :

هو الاستفادة من دراسة وتحليل المؤشرات العالمية للاسهم في بناء مؤشر خاص بأسهم المملكة العربية السعودية يتلاءم مع الظروف الخاصة بالمملكة من جهة ويتواءم مع الهدف المنشود من وجود مثل هذا المؤشر من جهة أخرى .

ب ـ أهداف فرعية أخرى :

١ ـ القاء الضوء على الاسواق المالية الدولية وأهم المؤشرات العالمية للاسهم .

٢ ـ التعريف بالاسلوب الفني في تحليل أداء هذه الاسواق المالية .

٣ ـ الاساس المستخدم وطريقة حساب كل من هذه المؤشرات العالمية الهامة .

٤ ـ توضيح مزايا وعيوب كل مؤشر منها حتى يمكن فهم وتقويم ما يحدث في هذه الاسواق الدولية .

٥ ـ الاستعانة بهذه المؤشرات عند تقرير الاستثمار بالاسهم سواء كان هذا الاستثمار في الداخل أم كان هذا الاستثمار في الخارج .

ج ـ فروض البحث :

١ ـ هناك ارتباط قوى بين الاسواق المالية في جميع دول العالم .

٢ ـ المستثمر في المملكة العربية السعودية غير رافض لقبول المخاطرة عند الاستثمار بالاسهم لكنه يهدف الى تعظيم الربح وفي نفس الوقت يهدف الى تدنية درجة المخاطرة عن طريق الاسترشاد بمثل هذه المؤشرات المالية سواء عند الاستثمار بالداخل أو عند الاستثمار بالخارج .

د ـ خطة البحث :

يتم عرض هذا البحث من خلال مقدمة وثلاثة أجزاء تالية ـ المقدمة تهدف للتعريف بمدى أهمية المؤشرات المالية للاسهم ـ أما الجزء الاول فيتم فيه القاء الضوء على الاسواق النقدية وأسواق رأس المال والاسواق المالية الدولية ، كما يتم فيه عرض الاسلوب الفني في تحليل أداء السوق المالي وأهم أدوات هذا الاسلوب وهي نظرية داو مع تقييم لهذه النظرية ، كذلك نستعرض الاسواق المالية الشهيرة في بعض دول العالم مع التركيز على سوق الاسهم الامريكية باعتبارها أهم هذه الاسواق ، ونستعرض أهم مؤشراتها وهي مؤشر الداو جونز ومؤشر ستاندرد ويورز ومؤشر بورصة نيويورك ومؤشر الاسهم الامريكية مع بيان الاساس المستخدم وطريقة حساب كل مؤشر منها ، كما نتعرف على مصادر المعلومات الاخرى في هذه السوق والنقد الموجه لاهم هذه المؤشرات .

أما الجزء الثاني من البحث فنقوم فيه بانشاء مؤشر مالي عام لاسهم المملكة العربية السعودية وكذلك بانشاء مؤشرات نوعية أخرى لاسهم المجموعات المختلفة من النشاط الاقتصادى في المملكة ، كما نقدم فيه تحليلا لنتائج هذه المؤشرات وذلك باستخدام أسلوب تحليل الانحدار وطريقة المركبات الاساسية مع اختبار لمعنوية هذه المعاملات .

المقدمة :

للاستثمار الدولي مخاطره بالرغم مما هو معروف عن وجود الاسواق المالية المنظمة والتطور المصرفي الكبير في الغرب ، كما أن التطور الديناميكي الذى يشهده عالمنا اليوم قد تمخض عنه العديد من العوامل التي ينتقل تأثيرها من بلد لآخر والتي يستحيل معها أن يكون هناك قطر من الاقطار بمعزل عما يحدث من تطورات في غيره من الاقطار الاخرى ، وعلى هذا لا يجب أن يظن البعض بأننا بعيدون عما يحدث في هذه الاسواق المالية العالمية ، فالواقع يبعد كثيرا عن ذلك ويدحض مثل هذا القول ، فتصدير البترول وغيره من المواد الاولية من عالمنا العربي هو أمر ضرورى وحيوى بالنسبة لاقتصادياتنا ، كما أن استيراد دولنا لمنتجات العالم المصنعة هو أيضا ضرورة منطقية لعدم استكمال القطاعات الانتاجية في بلداننا النامية ، لذا فقد أصبح لزاما علينا أن نتحمل بعضا من الضغوط الخارجية المنسابة الى اقتصادياتنا ، وذلك في صورة ارتفاع مستمر في أسعار الراردات من السلع المصنعة ، وفي صورة انهيار مستمر لقيمة مدخراتنا واستثماراتنا بهذه العملات الاجنبية ، ومن هنا يظهر لنا مدى أهمية القاء الضوء على هذه المؤشرات العالمية ، وذلك ليس باعتبارها أهم الوسائل التي تستخدم في التعرف على اتجاهات الاسعار الفعلية في هذه الاسواق المالية فحسب بل باعتبارها أيضا أرقاما قياسية يتم الاسترشاد بها عند تقرير الاستثمار بالاوراق المالية في هذه الاسواق الدولية ، وما لم يتم استخدام مثل هذه المؤشرات فان البديل هو استعراض الالاف من مفردات البيانات بطريقة غير عقلانية وأكثر بدائية وأبعد فهما ، ومن المستحسن لفهم وتقويم ومتابعة ما يحدث في هذه الاسواق المالية أن نستعرض ذلك الاداء بطريقة كمية وموضوعية من خلال المؤشرات المالية

العالمية المستخدمة. كما أن أهمية هذه المؤشرات لا تقتصر على كونها وسيلة تعرف واسترشاد فحسب ، بل لقد اعتمدت النظرية الحديثة لتوزيع المحافظ[١] "Modern Portfolio Theory" ، ونماذج تسعير رأس المال "Capital Asset Pricing Model" على معامل الانحدار β (الذى رمز له بالحرف اليوناني (بيتا) المرتبط بالمؤشر المالي العام للسوق ، وتجدر الاشارة هنا للتطوير الهام الذى أحدثه شارب[٢] "Sharpe" في هذا المجال والذى قدمه في نموذجه الخاص بربط العائد من أى أداة استثمارية بالعائد من مؤشر السوق ، وذلك طبقا لاسلوب تحليل الانحدار الخطي باستخدام العلاقة

$$R_{it} = a_i + \beta R_{mt} + E_{it}$$

حيث R_{it} هي العائد من الاداة الاستثمارية (i) في الزمن t

، a_i هي العائد من الاداة الاستثمارية (i) عند بداية الزمن t

، β هي معامل الانحدار

، R_{mt} هي العائد من مؤشر السوق (m) في الزمن t

، E_{it} هي الخطأ العشوائي الذى متوسطه الصفر

وطبقا لهذا الاسلوب اذا كان لدينا ١٠٠٠ نوع من الاسهم فانه يلزمنا اجراء ١٠٠٠ عملية تحليل انحدار ، بينما كانت الاساليب السابقة تستلزم اجراء ١٠٠٠ عملية تباين ، ٤٩٩٥٠٠ عملية تغاير ، حيث

---

(١) B. Rosenberg, and J. Guy, Beta and Investment Fundamentals, Financial Analysts Journal, Vol. 32, No. 4, July - Aug. 1976, p. 70.

(٢) a - W.F. Sharpe, Portfolio Theory and Capital Markets, New York, McGraw-Hill, 1970, p. 117.

b - E.J. Elton, and M.J. Gruber, Modern Portfolio

يكون عدد التغايرات = $\frac{ن^2 - ن}{2}$ ، لقد انتشر أسلوب معامل "Beta" هذا في السبعينيات واستخدمه كثير من الكتاب في دراساتهم (٣) ، وخاصة في الدول التي تتوفر المؤشرات العامة لأسواقها المالية ، كما ظهرت الأساليب متعددة المؤشرات والتي يتم فيها ربط الأداة الاستثمارية بأكثر من مؤشر ، كأن تربط الأداة الاستثمارية على سبيل المثال لا الحصر بمؤشر "Dow Jones" ومؤشر Standard & Poor's ومؤشر بورصة نيويورك "New York Stock Exchange" وذلك طبقا لأسلوب تحليل الانحدار المتعدد ، كما ظهرت نماذج توزيع المحافظ المرتبطة بمؤشر السوق والتي تعتمد برامج التوزيع فيها على الحاسب الالي •

ومن هنا يظهر مدى الحاجة لوجود مثل هذه المؤشرات في بلداننا النامية ، كما يظهر لنا مدى أهمية التعرف على مسرح الاستثمار الدولي ممثلا في هذه الأسواق المالية العالمية ، كما تبدو الحاجة ماسة وشديدة لتفهم الأسلوب الفني في تحليل أداء هذه الأسواق ، ودراسة المؤشرات المالية باعتبارها أهم أدوات هذا الأسلوب الفني ، ولأسباب واضحة فلقد تم التركيز في هذا البحث على أسواق الأسهم ومؤشراتها العالمية ، ليس لأنّ الأسهم هي أهم أدوات الاستثمار سواء في الداخل أو في الخارج فحسب (٤) ، بل لأنّ الأسهم هي أهم أدوات المشاركة في الملكية التي لا تشوبها شبهة الربا ، كذلك حتى يكون هناك في نفس الوقت ربط بما يستهدفه هذا البحث أساسا وهو انشاء مؤشر للأسهم السعودية •

---

(٣) G.M. Frankfurter, and H.E. Phillips, Measuring Risk and expectations Bias in Well diversified portfolios, Time Studies in the Management Sciences, No. 11, North Holland Publishing C., 1979, pp. 73 - 75 .

(٤) د• السيد ابراهيم الدسوقي ـ المخاطرة عند الاستثمار بالأوراق المالية ـ مجلة العلوم الادارية ـ جامعة الملك سعود ـ العدد ١٠

الجزء الأول ـ المؤشرات العالمية للاسهم

(١-١) الاسواق النقدية وأسواق رأس المال : ency & Capital Markets

هناك تفرقة ترد بين اصطلاح الاسواق النقدية "Currency Markets" وأسواق رأس المال "Capital Markets" ، فالاسواق النقدية هي تعبير يستخدم للتعريف بعملية الاقراض والاقتراض في الاجل القصير ، ويعني بقصير الاجل عادة الاستثمار في حدود سنة واحدة ، ولو أن تعبير الاجل القصير هذا قد يمتد مداه في بلد مثل كندا ليعني فترة زمنية قد تبلغ ثلاث سنوات(٥) ، أما أسواق رأس المال فيعني بها النشاط الاستثماري في الاجل المتوسط والطويل ، والاجل المتوسط يعني في كثير من الدول مدد تتراوح بين سنة وخمس سنوات ، وقد تمتد هذه الفترة في نظر بعض الدول لتصل الى ١٠ سنوات ، أما الاستثمار طويل الاجل فيعني به المدد الزمنية الاطول من ذلك أو الاستثمار لفترات زمنية غير محدودة.

(١-٢) الاسواق المالية الدولية : International Financial Markets

كذلك يطلق لفظ الاسواق المالية الدولية على نوعين من الاسواق ، وهما الاسواق الاوربية ذات الصفة الدولية "Euromarkets" ، وتسمى أيضا سوق اليورودولار أو الايرودولار "Eurodollar" ، كما يطلق على الاسواق المالية في الدول الصناعية الكبرى(٦).

---

(٥) F. Lees and E. Maximo, International Financial Markets, N.Y., Preager Publishers, 1975, p. 134.

(٦) L.J. Kemp, A Guide to World Money and Capital Markets, London, McGraw-Hill Book Co., 1981,pp. 2 - 3.

وكلمة "Euro" تعني أن هذه الاسواق بدأت في أوربا وتعرف هذه السوق أساسا في لندن حيث أنشأت في عام ١٩٥٠ ، وقد بدأت بسوق الدولار الامريكي حيث كان ولا زال الدولار الامريكي يمثل $\frac{٣}{٤}$ الحجم النقدى للمعاملات في هذه السوق ، وبسبب الضعف الذى أصاب الدولار في بداية السبعينات في مراجهة بعض العملات الاجنبية الاخرى ، فقد ظهرت في هذه السوق بالتدريج بعض العملات الاخرى مثل الجنيه الاسترليني والمارك الالماني والفرنك السريسرى والين الياباني ، ثم الفرنك الفرنسي والفرنك البلجيكي والجيلدر الهولندى والليرة الايطالية ، كما ظهر مع نهاية السبعينات الدولار الاسيوى كدولار سنغافورة ودولار هونج كنج ، ثم الدينار الكويتي والدينار البحريني، واحتلت وحدة الحساب الاوربية المركبة "Eurco" (٧) مكانا هاما في هذه السرق كأداة لتسوية المعاملات الدولية ، وتعتبر هذه الاسواق مناطق حرة تقع دائرة عملها خارج الدول ، وان كان وجودها الفعلي يقع بصفة رئيسية في كل من لندن ونيويورك وطوكيو ، بالاضافة الى مراكز وفروع أخرى عديدة في كل من باريس رلوكسمبورج وألمانيا وسويسرا وسنغافورة وهونج كنج والبحرين ، وتتميز أدوات الاستثمار الصادرة عن هذه الاسواق بأنها معفاة من الضرائب ومن القيود على التحويل ولذلك فهي محط أنظار المستثمر الدولي .

أما الاسواق المالية بالدول الصناعية الكبرى فهي أسواق تتميز بعمق أكبر ومقدرة أعلى على استيعاب أحجام أكبر من الاستثمارات ،

---

(٧) تتكون وحدة الحساب الاوربية المركبة من المارك الالماني بوزن ٢٨ر٧٧ ٠/٠ والجنيه الاسترليني بوزن ١٤ر٥٢ ٠/٠ والفرنك الفرنسي بوزن ٢١ر٦٣ ٠/٠ والجيلدر الهولندى بوزن ١٠ر١٩ ٠/٠ والليرة الايطالية بوزن ١٠ر٩٣ ٠/٠ والفرنك البلجيكي روزن ٩ر٢٦ ٠/٠ وفرنك لوكسمبورج بوزن ١ر٠٣ ٠/٠ والكرون الدنمركي بوزن ٢ر٧ ٠/٠ والجنيه

وذلك بسبب تعدد أدواتها الاستثمارية من جهة، والسيولة العالية التي تتيحها لها كثرة أسواقها الثانوية من جهة أخرى، وهذا منطبق على أسواق الولايات المتحدة وألمانيا الغربية وبريطانيا وفرنسا، بالاضافة الى السوق اليابانية والكندية والاسترالية (٨) والنيوزيلندية، كما يجدر التنويه الى أنه توجد الى جانب هذه الاسواق العديد من الاسواق الاخرى التي قاربت المائة عام مثل السوق المالي في اليونان وأسبانيا والارجنتين وشيلي والهند والبرتغال والمكسيك والبرازيل، كما توجد أسواق أخرى في الشرق مثل سوق هونج كنج والبحرين وعمان وكوريا والفلبين وأندونيسيا وتايلاند، وقد أكدت احدى الدراسات (٩) أن جميع هذه الاسواق لها ارتباط قوى بالاسواق الدولية كما أن هذه الاسواق وان لم تلعب دورا كبيرا بعد الا أنها تشهد حاليا تطورا كبيرا، ويعتبر شارع "Wall Street" حيث توجد بورصة نيويورك هو المركز المالي للعالم في هذه الايام، ولقد أنشئت هذه البورصة منذ عام ١٧٦٨ م، كما يعتبر الدولار الامريكي هو عملة الاحتياطي الرئيسية في عالمنا اليوم، ويتداول حاليا في بورصة نيويورك أكثر من ٤٠٠٠ نوع مختلف من الاسهم العادية والاسهم الممتازة والسندات، ولقد وصل حجم التداول السنوى في هذه البورصة ٦٢ بليون سهم وحجم التداول اليومي أكثر من ـ ر١٥٠ مليون سهم ولدى شركة واحدة ٦٠٠ مليون سهم وأكثر من ثلاثة ملايين مساهم (١٠).

---

(٨) T. Agmon, The relations among Equite Markets, A Study of share price co-movements in the U.S., U.K., and Japan, Journal of finance, sep. 1978, pp. 839-846.

(٩) V.R. Errunza, Emerging Markets, A new opportunity for Improving Global portfolio performance, Financial Analysis Journal, Sep. - Oct. 1983, pp. 51 - 57 .

(١٠) ———————, Understanding the New York Stock Exchange, N.Y., Published by N.Y., S.E., 1976, p. 40.

وبالنسبة لمنطقتنا العربية فانه توجد الآنّ بعض الاسّواق المالية مثل السوق المالي في الكويت والسوق المالي في كل من عمان والبحرين، فلقد استفادت البحرين من موقعها الجغرافي الذى أتاح لها توقيتا مناسبا يقع ما بين أرقات العمل في كل من أسواق الغرب ممثلة في سوق لندن وباريس ، وأسواق الشرق ممثلة في سرق سنغافورة وهونج كنج وذلك في انشاء سوق مالي يربط من الناحيتين المكانية والزمانية أهم المراكز المالية في الشرق والغرب[١١] ، غير أنه يمكن تلخيص الوظائف الاسّاسية لهذه الاسّواق العربية الثلاثة في أن السوق المالي في الكويت يعتبر سوق من الداخل للخارج ، وسوق عمان هو سوق من الخارج للداخل ، أما سوق البحرين فهو سوق من الخارج الى الخارج ، حيث تتجمع الامّوال من خارج البحرين لتضخ الى الاسّواق المالية الدولية، أو الى سوق سنغافورة وهونج كنج ، حيث الحاجة دائما شديدة الى الامّوال ، أما الدول العربية الاخرى التي يتولى القطاع العام فيها تملك أهم وسائل الانتاج ، فان الاسّواق المالية بها لم تشهد أى تطور يذكر ، وعلى ذلك فلا توجد في منطقتنا العربية حتى الآنّ سوق مالية بالمعنى الحقيقي للسوق[١٢] ، لانّ مصطلح السوق المالي هو مفهوم أوسع وأكثر شمولا ، رالتطور الذى شهدته منطقتنا العربية يستدعي وجود مثل هذه الاسّواق المالية المنظمة ، التي تعتمد على درجة عالية من التكامل رالتداخل الدقيق ، كما يستدعي وجود مؤشرات مالية لادّواتها الاستثمارية المختلفة.

---

(١١) جليل شيعان ـ آفاق تطرر السوق النقدية في البحرين ـ مجلة الادارة العامة ـ معهد الادارة العامة بالرياض ـ عدد ٤٣ ـ ١٩٨٢ ، ص ١٠٣ ـ ١٠٤ .

(١٢) د. أ. عيسى ، د. هـ. السعيد ـ الاسّواق المالية ـ مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ـ جامعة الكويت ـ يوليو ١٩٧٨ م ،

(٢-١) الأسلوب الفني في تحليل أداء الأسواق المالية :

هناك مدخلين للأساليب المستخدمة في تحليل أداء الأسواق المالية ، وهما المدخل الأساسي في التحليل Fundamental Approach والمدخل الفني في التحليل Technical Approach ، المدخل الأساسي في التحليل يعتمد على القيمة الزمنية للنقود أو ما اصطلح على تسميته بالتحيين Actualization ، وهي تسمية تستخدم لايجاد القيمة الحالية للأداء في الماضي وما يتوقع في المستقبل ، وذلك عند تقييم أى أداة من أدوات الاستثمار (١٣)، أما المدخل الفني في التحليل فانه يعتمد على الدورات الاقتصادية Economic Cycles التي تشبه في اتجاهها العام موجات البحر كما يرى أصحاب هذا الأسلوب أن العرض والطلب هما أهم المؤثرات ، وأهم أدوات هذا الأسلوب نظريات Dow Theory ، Elliot Wave Theory (١٤). ومن هنافان التحليل الجوهرى (الاساسى) يستخدم لتقدير القيمة الحقيقية للاسهم بينما يهدف التحليل الفنى الى التنبوء بأسعار الاسهم مستقبلا .

كما تستخدم الخرائط والرسوم البيانية ولأنّ جميع هذه الأدوات الفنية تقوم على أساس الحركة الفعلية للسوق لذلك فانها لا تكذب أبدا ، وعلى ذلك فان أصحاب نظرية الأسلوب الفني في التحليل يهتمون بما يحدث الآن ، ويقومون بتحليل البيانات مع مؤشر السوق طبقا لأساليب تحليل الانحدار وبناء تقديراتهم المستقبلية طبقا لنتائج هذا التحليل ، كما يعتقد أصحاب هذا الأسلوب أن السوق لا تتقيد بالقوانين الأساسية لقيمة الورقة المالية ، وأنها تتصرف بشكل مستقل تماما مخالفا

---

(١٣) د. السيد ابراهيم الدسوقي ـ الموازنة بين درجة المخاطرة ومعدل العائد ـ مجلة العلوم الادارية ـ جامعة الملك سعود ـ الرياض ـ ١٤٠٨ هـ / ١٩٨٨ م .

C. Hardy, The Investor's Guide to Technical

في بعض الاحيان لما توحي به مثل هذه القواعد والقوانين الاساسية ، فقد يكون الوضع الاقتصادى للشركة جيدا ومتينا ، ومع ذلك تتجه أسعار أسهمها للهبوط ، والعكس صحيح ، وهذا ما لوحظ من واقع دراسة الاسواق المالية العالمية خلال السنوات الثلاث الاخيرة السابقة لفترة الانهيار الاخير الذى حدث في يومي ١٨ ، ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ ، فرغم أن جميع أدوات التقييم الاساسية كانت تظهر أن الاسهم خلال تلك السنوات الثلاث السابقة لحدوث الانهيار مقيمة بأكثر مما يجب ، حيث ارتفع رقم المضاعف للعديد من أدوات السوق كثيرا في تلك الفترة الاخيرة ، ورقم المضاعف هذا "Price/Earning" يعني ارتفاعه تدني نسبة العائد الحقيقي من هذه الادوات الاستثمارية ، كما أن مقلوب هذا الرقم يمثل العائد المتحقق ، كذلك رغم وجود العجز المستمر في كل من الميزان التجارى وميزان المدفوعات الامريكي الا أن أسعار الاسهم استمرت في الصعود لاسباب عديدة أخرى لا يمكن حصرها أو تحديدها ، ولا تدخل في حسبان النماذج الاساسية في التحليل ، ولعل من أهم هذه الاسباب ارتفاع نسبة السيولة في الولايات المتحدة واستمرار الزيادة المضطردة في النفقات العامة ، كذلك لقد لوحظ أن التحركات الدورية في الاسعار قد تأثرت بالعديد من الاحداث الفنية والسيكلوجية غير المنظورة ، كما أنه ليس شرطا أن تتجاوب جميع أدوات السوق بأكملها لتلك الاحداث الفنية وبدرجة واحدة ، بل قد يقتصر التأثير على فئة معينة من الاسهم دون فئة أخرى ، ومن هنا فلقد رأى البعض(١٥) تقسيم الاسهم الى فئتين ، فئة تتحرك بصورة أكبر من تحرك السوق وفئة تتحرك بصورة

---

(١٥) D.E. Fisher and R. Jordan, Security Analysis and portfolio management, N.Y., Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1979, p. 451 .

أقل .

مثل هذه الحقائق جعلت الكثيرون يعتقدون أن السوق هي مؤسسة مستقلة تماما تحكمها ظروف فنية مختلفة تمام الاختلاف عن تلك التي تدخل في حسبان أصحاب الاسلوب الاساسي في التحليل ، وأن من الموضوعية والحكمة استخدام مثل هذا الاسلوب الفني في التحليل لدراسة وفهم حقائق السوق ، وعلى ذلك تستخدم المؤشرات المالية والرسوم البيانية لتوضيح تحرك أسعار الاسهم في البورصة ، وهذه المؤشرات والرسوم البيانية تعتبر من أهم الوسائل التي يستخدمها دعاة التحليل الفني الذين يعتقدون أن حركة المؤشرات ونماذج هذه الرسوم تعطي المستثمر تفسيرا سليما للخطوة المقبلة ، وهناك نوعان من هذه الرسوم البيانية وهما الرسوم المستطيلة " Bar Charts " ، ورسوم النقاط والاعداد " Point & Figure Charts " ، كما توضح هذه الرسوم حجم التداول ، ويستخدم تلك الرسوم المحللون الفنيون للسوق طبقا لنماذج مبنية على أساس نظرية داو وتطبيقاتها ، وذلك للتكهن بالتغيرات التي تحدث في حركة الاسهم في النشاطات الاقتصادية المختلفة .

(٤-١) نظرية داو Dow Theory

هي أقدم النظريات التي يعتمد عليها دعاة التحليل الفني ، ولقد ظهرت هذه النظرية من خلال عدة مقالات منشورة في جريدة " Wall Street Journal " ، ولقد كتب هذه المقالات " Charles Dow " وهو الناشر الاوّل لهذه الجريدة خلال الفترة من عام ١٩٠٠ الى عام ١٩٠٢ م وقد شرح فيها تفسيره لحركات الاسعار ، وشبهها بموجات البحر ومن هنا تم وضع أساس هذه النظرية ، وبعد ذلك قام " Nelson " بتجميع

هذه الافكار وأضاف اليها بعضا من آرائه وأشار اليها جميعا على أنها نظرية "Dow" (١٦) وظهر كتابه المسمى "A.B.C. of Speculation" ثم أكمل العمل بعده Hamilton ونشر كتابه "The Stock Market parometer" في عام ١٩٢٢ م .

وقد أظهر في هذا الكتاب أنه يمكن الاستفادة من دراسة تحركات السوق في تحقيق أهداف المستثمر ، كما أوضح أن أصحاب هذه النظرية يقومون بتحليل أرقام مؤشر أسهم شركات النقل وذلك لفهم تحركات سوق الاسهم الصناعية بصفة خاصة والسوق المالي بصفة عامة ، اعتمادا على أن الرقم الاول يمثل نشاط تنقلات المسافرين وحركة نقل البضائع للتجارة ، والرقم الثاني يمثل نشاط الصناعة والنشاط الاقتصادى عموما ، وطبقا للنظرية فان معدلات ومؤشرات أسعار الاسهم تعكس كل شيء في البورصة ، وسبب ذلك راجع في رأيهم الى أن أسعار الاسهم يحددها تحركات الالاف من المستثمرين الذين يملكون معلومات مختلفة عن الاسهم ، وتعكس أسعار الاسهم وجهات نظر هؤلاء جميعا ، وهناك في رأى أصحاب هذه النظرية (١٧) ثلاثة حركات أو اتجاهات تتميز بها حركات الاسهم ، وهي تشبه الى حد ما حركة مياه البحر ، الحركة الاولى وهي الحركة الاساسية التي تحدد الاتجاه الاولي "Primary Trend" وهي حركة مشابهة لحركة المد ، وهذه حركة طويلة نسبيا من حيث المدى الزمني تأخذ مدة سنة أو أكثر ، وتشهد

---

(١٦) R.M. Banes, The Dow Theory can make you rich, N.Y., New Rochelle, Arlington House, 1973, p. 22.

(١٧) L.T. Wright, Principles of Investments, Text and cases, second edition, Ohio, Grid Inc., Columbus, 1977, pp. 312 - 314 .

سوقا متزايدة تسمى سوق الثور "Bull Market" يرتفع فيها سعر السهم بصورة متواصلة خلال فترة معينة، تليها فترة سوق متناقصة تسمى بسوق الدب "Bear Market" وفيها يحدث هبوط متواصل في سعر السهم، وتسجيل فترة كل من هذين السوقين من الاهمية بمكان ، وذلك حتى يمكن التنبؤ مستقبلا بطول كل فترة منهما ، أما الحركة الثانوية التي تلي الحركة الاوّلى "Secondary Reactions" فهي تشبه حركة أمواج البحر ، وتتحرك في الغالب عكس حركة المد أو الجزر ، وتعمل هذه الحركات الثانوية بعض التصحيحات اللازمة أثناء سوق الثور ، وبعض الانتعاشات أثناء سوق الدب[١٨] ، التصحيحات تعمل على تخفيض السعر والانتعاشات تعمل على رفع السعر الهابط بعض الشيء ، وأخيرا هناك الحركات اليومية "Daily Price Movement" وهذه يشبهونها بالتموجات الخفيفة في الماء التي تصاحب حركة نسمة الريح المفاجئة أو حركة سير سفينة عبر الماء وهذه التحركات لا تتسم بأهمية كبيرة، الا أنها في مجموعها تكون التحركات الثانوية، ويعتقد أصحاب هذه النظرية أن تلك المرحلة لا يستفيد منها سوى السماسرة وخبراء السوق ، وعن النزعات الرئيسية في أسواق الاسّهم[١٩]، فان كلا من السوقين سوق الثور أو سوق الدب يتكون من أربع مراحل ، المرحلة الاوّلى في سوق الثور يطلق عليها مرحلة التجميع ، في هذه المرحلة ينظر الى أسعار الاسّهم على أنها منخفضة، ويكون المجتمع

---

(١٨) محمد صالح جابر ـ الاستثمار في الاسّهم والسندات ـ الكويت ـ دار الخليج للطباعة والنشر ـ ١٩٨٢ ـ ص ٢٢٧ ـ ٢٢٩ .

(١٩) B. Graham, The Intelligent Investor, 4th edition, N.Y., Harper and Row Publishers, 1973, pp. 96-97.

الاستثماري مستاءا من هذا الانخفاض ، وعلى ذلك يقوم مثل هؤلاء بتجميع هذه الاسهم على أمل ارتفاعها قريبا ، أما المرحلة الثانية من سوق الثور فتتميز بالتقدم الثابت للاسعار ، وارتفاع حجم التبادل ، وظهور التفاؤل في السوق ، أما المرحلة الثالثة فتشهد اقبال المستثمرين على شراء الاسهم ، وهذا يجعل الجو ملائما لارتفاعات أخرى اضافية ، أما المرحلة الرابعة فتتميز باتجاه المضاربون نحو الاستثمار في الاسهم المنخفضة السعر التي ليست لها قيمة اقتصادية تذكر ، وذلك باعتبار أن الاسهم الاخرى قد وصلت الى قمة أسعارها ، وهنا تبدأ مرحلة العودة وانخفاض الاسعار والتي يطلق عليها سوق الدب ، ومراحل سوق الدب تبدأ بالفعل أثناء تطور المرحلة الثالثة والرابعة من سوق الثور ، حيث يبدأ بعض المستثمرون الذين اشتروا الاسهم بأسعار منخفضة في التخلص من هذه الاسهم لتحقيق الارباح ، أما المرحلة الثانية من سوق الدب فهي مرحلة الفزع ، حيث يبدأ كثير من المستثمرين في بيع الاسهم خوفا من حدوث خسائر جديدة ، وهذا ينتج عنه انخفاض حاد في الاسعار ، أما المرحلة الثالثة فهي مرحلة انتعاش حيث تكون أسعار الاسهم أقل من قيمتها الحقيقة ، وهنا يبدأ بعض التحسن البسيط في ظل أوامر البيع المكثفة ، وفي المرحلة الرابعة يستمر الهبوط التدريجي في السعر ، ويقل حجم التداول ثم تبدأ مرحلة التجميع وبداية سوق الثور وهكذا دواليك .

(١-٤-١) تقييم نظرية داو :

نخلص مما سبق الى أن أصحاب هذه النظرية هم من مؤيدى الاسلوب الفني في التحليل ، الذين يعتبرون أن العرض والطلب هو المحدد الرئيسي لسعر الاداة الاستثمارية ، وأن آليات العرض والطلب

لا تكذب أبدا ، وأنها أصدق في التعبير عن الواقع ، وهذا جانب من النظرية قد حظى بموافقة واقتناع كبير من جمهور المستثمرين ، أما الجانب الآخر من النظرية وهو ربط الظاهرة بمؤشر النقل فتجدر الاشارة هنا الى أن :

١ ـ لقد استطاع " Hamilton " وهو الذى قام بتطوير هذه النظرية التنبؤ بهبوط الاسعار في عام ١٩٢٩ الى درجة كبيرة من الدقة [٢٠]، ولقد قام بنشر حوالي ٩٠ تنبؤ بعد ذلك في جريدة Wall Street Journal كان ٤٥ تنبؤ منها صحيحا ، أى أن احتمال صحة التنبؤ كانت ٥٠٪ وهذا هو نفس احتمال ظهور أحد وجهي قطعة النقود عند القاءها على سطح أملس .

٢ ـ نشر أصحاب هذه النظرية ٢٤ تنبؤ خلال الفترة ما بين عامي ١٩٢٩ ، ١٩٦٠ لم يحظ سوى تسعة منها فقط بالنجاح [٢١]، ومن هنا يبدو أن اصرار أصحاب هذه النظرية على ربط الظاهرة بمؤشر النقل لم يكن ضروريا وليس هناك ما يؤكد هذا الربط ، حيث كثيرا ما تمر الشهور العديدة دون أن يؤكد أحد هذين المؤشرين ـ وهما مؤشر أسهم الشركات الصناعية ومؤشر أسهم شركات النقل ـ على حركة وسلوك المؤشر الآخر .

٣ ـ في عام ١٩٨٢ حدث ارتفاع ظاهر في مؤشر الاسهم الصناعية

---

(٢٠) J. Dines, How the average Investor can use Technical Analysis for Stock profits, N.Y., The Dines Char. corporation, 1972, pp. 511 - 543 .

(٢١) M. Mendelson, and S. Robbins, Investment Analysis and Securities Markets, N.Y., Basic Books Inc. Publishers, 1976, p. 652.

ولم يكن مؤيدا " بمؤشر أسهم النقل لا سابقا ولا لاحقا (٢٢)، وبذلك تنتقد نظرية " Dow في أنها تعطي أهمية أكثر من اللازم لمؤشر النقل الذى لا يمثل أدوات السوق مجتمعة ولا جميع المؤشرات الاقتصادية، وهذا يؤكد أن هذا الربط كان غير ضروريا ، لانه لا يمكن جعل الاستثمار مربوطا بظاهرة واحدة، كذلك لا يمكن تجاهل أو نكران الحقيقة القائلة بأن أسعار الاسهم بالنسبة لجميع الشركات لا تتحرك جميعا في نفس الاتجاه ولا بنفس المقدار ، ونخلص من هذا الى أن هناك سوق للاسهم تتأثر بالعديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية، وهذه لا يمكن حصرها أو تحديد مدى تأثير كل منها ، ومن هنا لا يمكن أن نربط سوق الاسهم بظاهرة واحدة فقط دون العديد من الظواهر الاخرى المؤثرة.

(١-٥) الاسواق المالية في بعض دول العالم وأهم مؤشرات الاسهم :

(١-٥-١) السوق المالي في الولايات المتحدة : هو أكبر وأشهر الاسواق في عالم اليوم على الاطلاق ، ويوجد في هذه السوق العديد من الادوات الاستثمارية كالاسهم العادية والاسهم الممتازة، والسندات الحكومية، وسندات الشركات ، والسندات القابلة للتحويل " Convertible Bonds "، والاختيارات بأنواعها " Options " والحقوق والتعهدات " Warrants & Rights "، وكذلك أوراق السلع المستقبلية " Commodity Futures ".

كما يوجد في هذه السوق العديد من البورصات ، أكبرها بورصة نيويورك ، ويتوفر في هذه السوق العديد من المؤشرات العالمية (٢٣)،

---

(٢٢) F. AMLING, Investments, An Introduction to Analysis and Management, fifth edition, New Jersey, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1984, pp. 541 - 543 .

(٢٣) K.V. Smith, and D.K. Eiteman, Essentials of Investing, Illinois, Richard D. Irwin Inc.,

والتي أشهرها مؤشر الداو جونز ومؤشر ستاندرد وبورز ، وسوف نتعرض لهذه المؤشرات بشيء من التفصيل في جزء لاحق من هذا البحث ، كما سوف نتعرض لاهم مصادر المعلومات المتوفرة في هذا السوق وذلك نظرا لما لهذه السوق من تأثير خطير على الاستثمارات الدولية عموما .

(١-ه-٢) <u>السوق المالي في المملكة المتحدة</u> : سوق لندن المالي كان هو المركز العالمي قبل بورصة نيويورك ، حيث يعود تاريخ بداية العمل في هذه السوق الى عام ١٨٠٦ م ، ولكنها الآن تعتبر السوق الثالثة في العالم بعد بورصة نيويورك وطوكيو ، وتوجد في هذه السوق بالاضافة الى الأدوات الاستثمارية التقليدية العديد من الأدوات الاستثمارية الاخرى كشهادات الايداع والسندات الدولية بالدولار الأمريكي وتحسب السنة ٣٦٠ يوم لاغراض حساب العائد على ودائع الدولار ، أما بالنسبة للاسترليني فتحسب السنة ٣٦٥ يوم ، والحد الأدنى لشهادات الايداع بالدولار ٢٥ ألف دولار وتتزايد بمضاعفات الالف دولار ، أما بالنسبة للاسترليني فالحد الادنى ٥٠ ألف جنيه وتتزايد بمضاعفات العشرة آلاف جنيه ، أما الحد الاقصى لكلا النوعين فيبلغ المليون من كل وحدة نقدية منهما ، هذا وقد بلغت الاصدارات الدولية من شهادات الايداع وسندات الدولار ما يساوى ٥٠ بليون دولار في عام ١٩٨٠ م ، بسعر فائدة يزيد بمعدل من $\frac{١}{٨}$ الى $\frac{١}{٢}$ ٠/٠ عن سعر الفائدة في الأسواق المالية بالولايات المتحدة ، وتعتبر لندن هي مركز سوق اليورو دولار ، أما بالنسبة لمؤشرات الأسهم فان أهم المؤشرات هو مؤشر الفاينينشال تيمز وأشهر أرقامه هو رقم أسهم الشركات الثلاثين الرائدة (F.T.30) وهذا هو المؤشر الذى يعتمد عليه محللو الاستثمار في المملكة المتحدة وأساس هذا الرقم ١٠٠ في تاريخ ١٠ أبريل ١٩٢٦ ، ولقد أصبح الرقم ١٨٤ في عام ١٩٥٤ وتراوح ما بين ١٩٠ الى ٣٢٧ في عام ١٩٧٤ م ثم

أصبح الرقم ٥٨٨ في عام ١٩٧٩ ، وتزايد الرقم في السنوات السبع الاخيرة حتى جاوزت نقاطه الرقم ٢٠٠٠ في بداية عام ١٩٨٧ ثم هبط رقم المؤشر وأصبح ١٤٠٤ في مارس ١٩٨٨ ، كما يوجد رقم آخر يضم أسهم الشركات المائة الرئيسية (F.T.100) ورقم ثالث يمثل ٥٠٠ شركة (F.T.500) ورقم رابع يضم ٧٥٠ شركة "All Share Index" ، ولقد وصل هذا الرقم الى ٩٠٧,٠٨ في مارس ١٩٨٨ ، وتجدر الاشارة الى أن رقم الشركات الثلاثين يضم مؤشرا لاسعار الاسهم ومؤشرا للعائد من الاسهم ، ويحسب هذا العائد على أساس نصيب السهم من الارباح الموزعة وغير الموزعة "Earning per Share"، وذلك بافتراض التوزيع الكامل للارباح بدون حجز احتياطيات طبقا لتوصية جمعية المحاسبين ومحللي الاستثمار في المملكة المتحدة [٢٤]، كما توجد مؤشرات أخرى للسوق المالي في المملكة المتحدة أشهرها "Actuarie Share Index" كما تتوفر في هذه السوق العديد من مصادر المعلومات عن الاسهم مثل "Financial World" ، "The Economist" ، وغيرها من الدوريات العلمية والمجلات المتخصصة.

(١-٥-٣) السوق المالي في اليابان : هو ثاني أكبر الاسواق المالية في العالم اليوم ، ويوجد ٥٨٦ شركة مساهمة مسجلة في بورصة طوكيو ومعظمها من الحجم الكبير ، وقد وصل حجم الاسهم في بورصة طوكيو الى ما قيمته ٦٦٠٠٠ بليون ين ، ويوجد في السوق المالية اليابانية ٨ بورصات ، أهمها بورصة طوكيو وأوزاكا

---

(٢٤) M. Firth, Investment Analysis, Techniques of appraising the British Stock Market, London, Harper & Row Publishers, 1975, p. 213.

وناجازاكي ، حيث تستحوذ بورصة طوكيو على ٨٣ ٠/٠ من جملة التداول ، تليها بورصة أوزاكا ١٣ ٠/٠ ، أما بورصة ناجازاكي ٣ ٠/٠ فقط ، وأشهر مؤشرات الاسهم مؤشر نيكي وهو مؤشر غير مرجح ، يحسب بطريقة مشابهة تماما لطريقة داو جونز لدرجة أنه يطلق عليه نيكي داو "Nikkei Dow Jones Averages" ، ويستخدم هذا المؤشر بيانات ٢٥٥ شركة من الشركات الكبيرة ، ويعود أساس هذا الرقم الى يوم ٤ يناير ١٩٦٨ = ١٠٠٠ ، لقد ارتفع هذا الرقم حتى وصل الى ٧٦٧٤ في ٣٠ أبريل ١٩٨١ ، كما ارتفع المؤشر الى ٢٢٩١٠ في بداية عام ١٩٨٨ وهو يرتفع أو ينخفض في اليوم الواحد بما يقارب ١٥٠ نقطة ، ولقد وصل رقم هذا المؤشر الى ٢٦٣٢٠ر٠٧ في نهاية مارس ١٩٨٨ ويعود هذا أساسا للتوسع الكبير والنشاط المتزايد لسوق الين الياباني ، وطبقا لتقديرات[٢٥] "Salomon Brothers" وهو من أكبر البيوت المالية في العالم فان متوسط العائد من الصناعة اليابانية قد بلغ ١٢ر٧٢ ٠/٠ ومتوسط العائد المتحقق من مجاميع النشاط الاستثمارية المختلفة بالسوق المالي الياباني في عام ١٩٨٧ كان على النحو التالي :

Yasuda Trust	٠/٠ ١٦	Mitsue Trust	٠/٠ ١١ر٩٣
Chuo Trust	٠/٠ ١٥ر٩	Mitsobishi Trust	٠/٠ ١١ر٤٠
Dawa Trust	٠/٠ ١٣ر٨٩	Nippon Trust	٠/٠ ١١ر١٧
Sumitomo Trust	٠/٠ ١٢ر٢٠	Toyo Trust	٠/٠ ٩ر٤٩

---

(٢٥) R. Heath, Domistico do Best, Equity International, No. 1, October - November 1987, pp. 11 - 15 .

وأن قطاع الاليكترونيات قد حقق أعلى عائد في هذه السوق ، وينتقد مؤشر نيكي من ناحيتين ، من ناحية أنه لا يمثل سوى ٢٥ ٠/٠ من حجم الاسهم في هذه السوق ، كذلك ينتقد من ناحية كونه مؤشرا غير مرجحا ، لذلك فلقد استحدث في هذه السوق مؤشر آخر يضم ٣٠٠ شركة متنوعة من ذات الحجم الكبير والمتوسط والصغير وهذه تضمها المجموعة الثانية من الشركات في سوق الاسهم اليابانية ، ويطلق على هذا المؤشر تسيبي "T.S.E.P.I." وهي اختصار للاسم "Tokyo Stock Exchange Price Index" وذلك لمعالجة القصور في المؤشر الأوّل من ناحية التمثيل الكلي للسوق .

(١-م-٤) <u>السوق المالي الكندي</u> : لقد تأثرت السوق الكندية الى حد كبير بكل من سوق الولايات المتحدة من جهة ، وسوق المملكة المتحدة من جهة أخرى(٢٦) ، ويوجد في هذه السوق جميع أدوات الاستثمار التقليدية ، كما توفرت فيها الاختيارات "Options" ابتداء من عام ١٩٧٦ وأوراق السلع المستقبلية "Futures" من عام ١٩٨٠ ، وتحسب السنة ٣٦٥ يوما لاغراض حساب عائد الاستثمار مثلها في ذلك مثل السوق البريطانية ، وأشهر المؤشرات في السوق الكندية مؤشر تورنتو للاسهم "Toronto Share Index" ، وقد عدل أساس هذا المؤشر من بداية عام ١٩٧٦ وأصبح رقمه الاساسي (١٩٧٥ = ١٠٠٠) وهو رقم مرجح بعدد الاسهم ، ويضم ٣٠٠ شركة متنوعة ، كما يوجد مؤشر خاص بكل فئة من الشركات ، وهو مؤشر متذبذب ، فلقد كان رقم هذا المؤشر في فبراير ١٩٨٠ م هو ٢١٩٢ ثم أصبح في أبريل من نفس السنة ١٨٠٧ ، ثم ارتفع في نوفمبر الى

---

(٢٦) F. Lees, and E. Maximo, Op. cit., pp. 135 - 136 .

٢٤٠٢ر٢ ، ثم أصبح في نهاية السنة ٢٢٠٠ ، كذلك(٢٧) يوجد مؤشر لبورصة مونتريال ، وأساس هذا المؤشر (١٩٥٦ = ١٠٠) ، وهو أيضا رقم مرجح ويضم مؤشرات نوعية لكل نشاط اقتصادى وأشهر أرقامه هو الرقم المركب .

(١-٥-٥) الاسواق المالية الاوربية الاخرى : يوجد العديد من الاسواق المالية في أوربا وأهم هذه الاسواق السوق الالمانية ، غير أنه يجدر بنا أن ننوه الى أن هذه السوق لم تشجع الاستثمارات الاجنبية الا بعد عام ١٩٨٠ ، وأهم مؤشرات الاسهم بها مؤشر كوميرزبنك والرقم الاساسي لهذا المؤشر يعود الى عام ١٩٧٥ = ١٠٠ ، ولقد أصبح هذا المؤشر في يناير ١٩٨٨ هو ١٢٩٠ نقطة وارتفع في مارس ١٩٨٨ الى ١٣٢٢ر٦ نقطة ، رتلي السوق الالمانية السوق السويسرية ، حيث توجد بورصة في كل من زيوريخ وجنيف وبازل ، كما يتوفر في هذه السوق السندات الدولية بالعديد من العملات ، كما يتم أيضا في هذه السوق تداول ٢٠٠ نوع مختلف من أسهم الشركات الاجنبية . ويعتبر سوق زيوريخ أكبر أسواق الذهب في عالم اليوم ، حيث وصل حجم مبيعات السوق من هذا المعدن النفيس في عام ١٩٧٩ الى ١٥٢٢٠ طن ، كما تعتبر السوق السويسرية بالاضافة لذلك من أكثر الاسواق المالية تشجيعا للاستثمار الاجنبي ، أما السوق الفرنسية فانها تشتهر أكثر بالسندات المرتبطة بأرقام قياسية "Indexed Securities" والتي جاوزت ٦٠ نوعا مختلفا(٢٨)

---

(٢٧) L.J. Kemp, Op. cit., p. 34 .

(٢٨) B.R. Jacuillat, French Indexed Linked Bonds for U.S. Investors, Journal of Portfolio Management, Vol. 5, No. 3, 1979, p. 24 .

منها المرتبط بأرقام قياسية عامة ، والمرتبط بأرقام قياسية خاصة مثل حجم المبيعات في شركة صناعية معينة أو بسعر الكيلو/وات ساعة في شركة كهرباء ، ويحدد في مثل هذه السندات عائد معين بالاضافة الى عائد اضافي طبقا للتغير الذى يحدث في هذا الرقم القياسي ، كذلك تتداول في بورصة باريس أسهم ٧٥٠ شركة ، وقد بدأت هذه البورصة نشاطها منذ عام ١٨٠٨ وأهم مؤشرات الاسهم فيها مؤشر سيس "S.I.S." وقد عدل رقمه الاساسي الى ١٠٠ في عام ١٩٧٥ ، ولقد أصبح هذا الرقم ٢٩٨ في نهاية عام ١٩٨٧ ، وتعتبر بورصة باريس من حيث حجم التداول هي ثالث سوق مالي في أوربا بعد السوق البريطانية والسوق الالمانية ، حيث يبلغ حجم التداول في سوق لندن ثلاثة أضعاف حجم السوق الفرنسية ، أما السوق الالمانية فتبلغ ضعف الحجم فقط ، كذلك يعتبر السوق المالي في بلجيكا مركزا لتسويق السندات الدولية ، ويضم مؤشر بورصة برسلز ٢٣٠ شركة بلجيكية ، كما يتداول في السوق الدنمركية أسهم ١٠٠ شركة فقط ، حيث يغلب على هذه السوق الشركات الصغيرة التي لا تتداول أسهمها بالبورصة والتي بلغت ١٨ ألف شركة ، كما يضم مؤشر لوكسمبورج ٢٣١ شركة وطنية ، ويوجد في السويد قيود على المستثمر الاجنبي حيث توجد فئتان من الاسهم (B و A) المجموعة A للمواطنين فقط ، والمجموعة B يمكن اقتناءها من غير المواطنين ، وبالنسبة للسوق الايطالية فان بورصة ميلانو هي أشهر الاسواق وتوجد بورصة في كل من روما وتورين وجنوة وبولونيا وفلورنسا ونابولي ، أما السوق الهولندية فان بورصة أمستردام كانت الثالثة في العالم قبل الحرب العالمية الثانية ، كما توجد بورصة أخرى في كل من روتردام وهوجني ، وتتميز السوق الهولندية بوجود سوق فورية للبترول .

(١ـهـ٦) السوق المالية الاسترالية : تعتبر السوق الاسترالية سابع سوق مالي في العالم ، وقد وصل حجم الادوات الاستثمارية في هذه السوق الى ٤٥ر٤ بليون دولار أسترالي في عام ١٩٨٠ ، كما بلغ متوسط التداول اليومي للاسهم ـ ٣٠ر مليون سهم ، غير أنه تجدر الاشارة الى أن الاستثمارات المتاحة أمام المستثمر الاجنبي ما زالت محدودة ، وأهم البورصات هي بورصة ملبورن حيث بلغ عدد الشركات المسجلة بها ٨٥٠ شركة صناعية ، ٣٧٠ شركة مناجم ، ومؤشر بورصة ملبورن يضم ثلاث مؤشرات فرعية حيث يوجد رقم خاص يضم ٥٠ شركة رائدة ، ورقم للاسهم الصناعية ورقم عام للشركات ، ولقد عدل أساس رقم بورصة ملبورن الى (١ يناير ١٩٨٠ = ٥٠٠)[(٢٩)] ، كما يوجد رقم مجمع يضم بورصة ملبورن وسيدني معا (M & S.S.E.I) وأساس هذا الرقم (١ يناير ١٩٨٠ = ١٠٠٠) ، وهذا الرقم أيضا يضم ثلاث مجموعات نوعية ، كما توجد ست بورصات أخرى في المدن الاسترالية المختلفة لكل منها مؤشر خاص ، وتضمها جميعا نشرة " tralian Stock Exchange Indices

(١ـهـ٧) الاسواق المالية في أمريكا الجنوبية : توجد العديد من هذه الاسواق النامية في كل من البرازيل والارجنتين وشيلي والمكسيك ، ففي المكسيك على سبيل المثال يوجد حاليا ثلاث بررصات في كل من مكسيكو سيتي ومونتري وجوادلاجار ، وأساس أهم مؤشرات الاسهم وهو مؤشر أسهم بورصة مكسيكو سيتي (١٩٧٠ = ١٠٠)[(٣٠)] ، وقد وصل رقم هذا المؤشر الى ٥ر١٧٩٨ في شهر مايو ١٩٧٩ .

---

(٢٩) L.J. Kemp, Op. Cit., p. 440 .

(٣٠) Ibid, p. 448 .

(١-٥-٨) السوق المالي في هونج كنج : من أكثر أسواق العالم انفتاحا وفي نفس الوقت أكثرها تذبذبا ، وتوجد أربع بورصات في هذه الجزيرة التجارية أكبرها "The Far East Exchange" ، ثم بورصة هونج كنج ، وأهم المؤشرات مؤشر هانج سنج "Hang Sing Index"(٣١)، ولتوضيح مدى التذبذب في هذا المؤشر فانه تجدر الاشارة الى أن هذا المؤشر قد بلغ رقمه ١٧٧٥ نقطة في عام ١٩٧٣/٧٢ ، ثم انخفض الى ١٥٠ نقطة فقط في عام ١٩٧٤ ، وارتفع مرة أخرى ليصل رقمه الى ١٥٠٠ في نوفمبر ١٩٨٠ ، وأساس هذا المؤشر هو (٣١ يوليو ١٩٦٤ = ١٠٠) ، ورقم هذا المؤشر حاليا ٢١١٣ر٦ .

(١-٥-٩) السوق الماليزية وسوق سنغافورة : بورصة كوالالمبور مسجل بها ٢٥٥ شركة منها ١٨٨ شركة وطنية ماليزية ، ٥٥ شركة من سنغافورة ، ١٢ شركة بريطانية ، كما توجد سوق مالية في سنغافورة(٣٢)، وبورصة سنغافورة تعتبر مركز تمويل مالي لجنوب شرق آسيا ، كما يوجد بها فرع لسوق اليورو دولار وتوجد في هذه السوق السندات الدولية بكل من الدولار الامريكي والجنيه الاسترليني والمارك الالماني، كما توجد في هذه السوق الوحدات المصرفية الاسيوية الخارجية "Asian Currency Units (ACUS)" ، وكانت بورصة سنغافورة سابقا جزءا من البورصة المشتركة لسنغافورة وماليزيا حتى عام ١٩٧٣ في كوالالمبور ، ثم انفصلت بعد ذلك التاريخ .

---

(٣١) Ibid, p. 488 .

(٣٢) S.C. Tang, International Investment in Singapore, London, Sweet & Maxwell, 1973, pp. 22 - 26 .

(١-ه-١٠) السوق المالي في الكويت : بدأ العمل ببورصة الكويت في عام ١٩٧٧ بتسجيل عدد ٣٩ شركة كويتية ، منها ٢٣ شركة قطاع خاص ، ١٦ شركة مختلطة من القطاع العام والخاص . وقد أصبح عدد الشركات التي تسوق أسهمها في هذه البورصة ٤٣ شركة في عام ١٩٨١ ، وتتميز هذه السوق بوجود العديد من الاصدارات للسندات بالدينار الكويتي بلغت أكثر من ٦٠ اصدار . ولقد كانت هذه السوق أكثر الاسواق العربية ديناميكية في فترة طفرة النفط من حيث معدلات الدوران ، ولقد وصل حجم التداول اليومي في هذه البورصة أكثر من ٥ ملايين دينار كويتي ولكنه انخفض في السنوات الاخيرة حتى وصل في شهر مارس ١٩٨٨ الى أقل من ربع مليون دينار وأقل من مليون سهم يوميا ، كما كانت سوق المناخ تعتبر سوق فورية " Over the Counter " وكانت الاصدارات الجديدة من الاسهم أو السندات تغطى في هذه السوق بسرعة فائقة بسبب ضيق أفق الاستثمار الداخلي أمام المستثمر الكويتي ، كما كانت الاسهم تعتبر طبقا للمقاييس الدولية مقيمة بأكثر مما يجب لدرجة أن رقم المضاعف P/E قد وصل بالنسبة لبعض أسهم البنوك الى ٩٠ وهذا الرقم يدل على أن العائد الحقيقي من هذه الاسهم كان لا يتجاوز ١ر٢ ٠/٠ من القيمة السوقية وهذا رقم مستغرب عالميا (٣٣) ، كذلك لوحظ أن مبدأ المزايدة لم يكن متوفرا في هذه السوق الى حد كبير ، كما استشرت في فترة طفرة النفط نظرية المستثمر الاكثر حماقة " Bigger Fool Theory " حيث كان يعتقد كل مستثمر في هذه الاوراق المالية بأنه سيجد مشترى آخر أحمق منه على استعداد دائم لدفع سعر أعلى ، وهذه الظاهرة كانت قد

---

(٣٣) أ . حكمت شريف النشاشيبي - الاسواق المالية في الدول النامية - نشرة الاوابك - أكتوبر ١٩٨٠ - ص ٣٠ - ٣١ .

ب . محمد صالح جابر - مرجع سابق - ص ١٤٣ - ١٤٥ .

استشرت في الاسواق المالية العالمية في العشرينات من هذا القرن ، فعلى سبيل المثال لا الحصر فقد ارتفع سعر سهم بيت التمويل الكويتي الى حوالي أربعة أضعاف قيمته الاسمية قبل أن يبدأ البنك أعماله فعلا ، والآن في مارس ١٩٨٨ نجد أن قيمته السوقية أصبحت أقل من قيمته الاسمية بكثير حيث بلغت ٠ر٤٧٥ دينارا[1] فقط . كما أن سهم بنك برقان الذى وصلت قيمته السوقية الى ٢٥ دينارا قبل أن يتداول في البورصة انخفضت قيمته الى ١١ دينارا في نهاية عام ١٩٨٠ ، كما تراوحت ما بين ٧ الى ٩ دينار في عام ١٩٨٢ ، ثم انخفضت قيمته السوقية بالتدريج حتى وصلت في مارس ١٩٨٨ الى ربع دينار فقط ، كذلك شركة الصناعات الوطنية التي تم تداول أسهمها في السوق الثانوية بسعر ١٣ دينارا قد تراوحت القيمة السوقية لاسهمها بالبورصة في عام ١٩٨٢م مابين ٦ر١ الى ٩ر١ دينارا فقط وحاليا ٠ر٥٢٠ دينارا ، ومعظم هذه الاسهم الآن تقل قيمتها السوقية عن الدينار الواحد الذى يمثل السعر الاساسي لاغلب الاسهم المصدرة في الكويت ، فعلى سبيل المثال لا الحصر لقد بلغ سعر سهم بنك الكويت الوطني ٠ر٨٨٠ دينار في نهاية مارس ١٩٨٨ كما بلغ سعر سهم البنك التجارى الكويتي ٠ر٢٤٦ دينار والبنك الاهلي الكويتي ٠ر٢٩٠ دينار .

وهناك العديد من الاسباب لتفسير ما حدث في هذه السوق ، منها نقص البيانات التي تعين المستثمر الكويتي على صياغة قرارات استثمارية سليمة ، وعدم وجود الخبرات الاستثمارية اللازمة من محللي الاستثمار أو مديرى المحافظ الاستثمارية الذين لديهم المهارات التحليلية أو القدرة على التنبؤ بحركة السوق لارشاد المستثمرين ، وعدم توفر أنظمة تسعير تمنع التلاعب وعدم وجود رقابة رسمية فعالة ، فالتداول يمارس بواسطة ما يقرب من ٢٠ من السماسرة التجار اللذين

يقومون في الاغلب ببيع وشراء الاسهم مباشرة خارج البورصة "Over the Counter" ، والتنافس بين هؤلاء المتعاملين مع السوق محدود جدا للغاية ، وبالاضافة الى هذه الاسباب العديدة ، عدم وجود فرص استثمارية بديلة أمام المستثمر الكويتي ، وقد يكون من الملائم توفير أنظمة رقابة فعالة ، وهذا من شأنه توفير فرص متوازنة ومقومات تنافسية . وتجدر الاشارة الى أنه يوجد في هذه السوق بعض الاسهم الممتازة التي تقدم عائدا مضمونا كما تعطي الفرصة في الحصول على عائد أعلى في حالة وجود أرباح أكبر مثل الاسهم الممتازة لهيئة المواصلات السلكية واللاسلكية الكويتية ، كما يوجد مؤشر أسبوعي لاسعار الاسهم الكويتية تقوم بنشره وزارة التجارة والصناعة في الكويت وهو مؤشر مرجح ، ولقد كان رقم هذا المؤشر في نهاية مارس ١٩٨٨ هو ١٠٤٤ نقطة ، وأساس هذا الرقم هو ١٩٧٧ = ١٠٠ والزيادة في رقم هذا المؤشر تعود أساسا للزيادة في حجم الاسهم حيث وزعت أسهم مجانية كما جزئت أسهم العديد من الشركات الاخرى .

(١-٥-١١) <u>السوق المالي في عمان</u> : هي سوق مالية ناشئة ، وقد بلغ عدد الشركات المسجلة بها في بداية عملها في عام ١٩٧٨ عدد ٦٨ شركة وعدد الاسهم ٥ر٨٣ مليون سهم بقيمة سوقية حوالي ٢٠٠ مليون دينار أردني ، أما الشركات التي تتداول أسهمها فهي ٥٧ شركة فقط(٣٤) وبقية الشركات يندر التعامل في أسهمها ، كما بلغ عدد الاسهم المتداولة في عام ١٩٨٧ حجما مقداره ٢ر٤٣ مليون سهم بقيمة ٦ر٥ مليون دينار ، كما

---

(٣٤) د. أحمد الحوراني - <u>النظم النقدية والمصرفية</u> - عمان - دار مجدلاوى للنشر والتوزيع - ١٩٨١ - ص ١٢٦ .

توجد في هذه السوق بعض الاسهم الممتازة مثل أسهم بنك الاعتماد والاسكان الاردني .

(١-٥-١٢) السوق المالي في البحرين : هي أحدث الاسواق المالية العربية، حيث بدأ العمل بها في عام ١٩٨٠ ، وقد تميزت هذه السوق بسيولة عالية جدا ، فلقد وصلت طلبات الاسهم في هذه السوق الى أرقام قياسية، فعلى سبيل المثال بلغت طلبات الاسهم بالنسبة لشركة الاستثمار الخليجية ـ ر٣٠ مليار دولار ، بينما رأسمال هذه الشركة هو ٢٥ مليون دولار فقط ، ولقد خصص سهم واحد فقط لكل من طلب ١٠٠٠ سهم[٣٥] ، كذلك بلغ حجم الطلب ١٠٦ ضعف بالنسبة لشركة استثمار "Peard Investment Company" كما بلغ حجم الطلب على أسهم شركة الادوية "Medical Project C." ٢٣٤٩ ضعف ، وقد علل ذلك بالسيولة العالية التي توفرت في هذه السوق خلال فترة طفرة النفط والقادمة من بلدان أخرى مجاورة لسوق البحرين ، وعن عدد الشركات المحلية التي تتداول أسهمها داخل هذه السوق ، فان عددها لا يجاوز ٢٠ شركة، ١٥ شركة منها يملك أغلب أسهمها مستثمرون كويتيون ، كما أنشأت في هذه السوق الوحدات المصرفية الخارجية للبحرين "Obus" "Offshore Bahrain Units" وهي وسيلة وسيطة للمستثمر العربي للمشاركة في الاستثمار بالاسواق المالية الدولية قدمتها المصارف العالمية وليست وسيلة للاستخدام المحلي داخل المنطقة العربية.

لقد شهدت السوق المالية في البحرين تراجع كبير في أسعار الاسهم بلغ خلال الفترة من مايو ١٩٨٣ الى مايو ١٩٨٤ ما يقارب ٥٠ ٠/٠

---

(٣٥) ...mp, Op. Cit., pp. 420 - 421 .

من القيمة السوقية ، وحدث ركود كبير في التداول ، وهبطت أسعار أسهم بعض الشركات الخارجية "Offshore" الى ما يقارب ٧٠ ٪ من قيمتها السوقية السابقة (٣٦) ، ولم تحقق سوى أربع شركات فقط من بين ١٣ شركة تحمل هذه الصفة أرباحا ، ويعود السبب أساسا في ذلك الى المضاربة المفتعلة ، والتي رفعت أسهم بعض الشركات في هذه السوق الى ما يقارب ٢٠ ضعفا من القيمة الأساسية خلال ثلاث سنوات فقط ، ولم يكن هناك أى أسباب موضوعية تعلل ذلك الارتفاع غير الطبيعي .

نخلص من ذلك الى أن هذه الأسواق المالية العربية الثلاثة الاخيرة ورغم ما فيها من قصور قد هيأت مجالا جديدا لاستثمار الأموال العربية ، كما أن التطور الذى شهدته المنطقة يستدعي وجود أسواق مالية عربية وخاصة في البلدان التي لم ينشأ بها بعد مثل هذه الأسواق ، والتي يترفر فيها كثير من السمات اللازمة لانشاءها ، كما نرى ضرورة ونشجع على انشاء المؤسسات الاستثمارية الوطنية على غرار بيوت الاستثمار العالمية ، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر "Salomon Brothers, Morgan Guaranty, Morgan Stanlee" وذلك لتوفير الخبرة والكفاءة في مجال الاستثمار المعقد ، كما يجدر التنويه الى أن الأسواق المالية العربية الاخرى في البلدان العربية التي يتولى القطاع العام فيها تملك أهم وسائل الانتاج لم تشهد أى نشاط يذكر في تلك الفترة الاخيرة .

---

(٣٦) ندرة غرفة تجارة البحرين ـ جريدة الرياض ـ عدد ٥٧٩٩ ـ ٨ شعبان ١٤٠٤ هـ .

(١-٦) مؤشرات الاسهم ومصادر المعلومات في الولايات المتحدة :

لما للسوق الامريكية من أهمية كبيرة ، لذا فسوف يتم في هذا الجزء من البحث استعراض المؤشرات المختلفة للاسهم في هذه السوق ، ويشمل هذا التحليل النواحي التاريخية لهذه المؤشرات ، والاساس المستخدم في كل منها ، وكيفية حساب رقم كل مؤشر ، ثم نتعرض للنقد الموجه لاهم هذه المؤشرات ، كما يتم القاء الضوء على مصادر المعلومات في هذه السوق ، والتي تشمل الصحف المالية والدوريات المالية المتخصصة ، والمجلات الاكاديمية ، والنشرات التي تصدرها الحكومة والشركات والمؤسسات المختلفة وبيوت الاستثمار الكبيرة وذلك على النحو التالي :

(١-٦-١) مؤشر الداو جونز : هو أقدم وأشهر المؤشرات في الولايات المتحدة الامريكية ، كما أنه مؤشر واسع الانتشار والاستخدام من المواطنين الامريكيين ، وينسب هذا الرقم الى "Charles Dow" ولقد بدأ رقم هذا المؤشر في الظهور من عام ١٨٨٤ ، ونشر لاول مرة في جريدة "Wall Street Journal" (٣٧) ، وكان يحتوى في البداية على ١١ شركة نقل ، كما بدأ رقم الشركات الصناعية (DJIA) في الظهور ابتداء من ١٨٩٧ ، وكان يضم ١٢ شركة ، ثم تطور الرقم وامتد في عام ١٩١٦ ليشمل ٢٠ نوع من الشركات الصناعية النشطة ، ثم استقر الرقم من عام ١٩٢٨ وأصبح يتضمن ٣٠ نوع من أسهم الشركات الصناعية الرائدة ، أما رقم شركات الخدمات (DJUA) فلقد ظهر لاول مرة في

---

(٣٧) H.E. Dougal and F.J. Corrigan , Investment, 11th edition, New Jersey, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1984, pp. 133 - 135 .

عام ١٩٢٩ وكان يضم ١٨ شركة ثم توسع الى ٢٠ شركة ثم استقر وأصبح يضم ١٥ شركة، وهذا هو الرقم الذى ينشر الآن لشركات الخدمات، أما رقم شركات النقل (DJTA) فلقد تعرض هذا الرقم الى انتقادات من حيث تمثيله للنشاط الفعلي لحركة النقل، مما أدى لاستبعاد ٩ شركات نقل طرق، وأضيفت بدلا عنها ٦ شركات نقل جوى، ٣ شركات نقل بضائع، ثم عدل وأصبح ٢٠ شركة منها ٨ شركات نقل طرق، ٨ شركات طيران، ٤ شركات نقل جوى، وبذلك أصبح الرقم أكثر تمثيلا لواقع نشاط النقل، وأخيرا ظهر رقم شركة داو جونز المركب الذى يضم الـ ٦٥ شركة السابقة مجتمعة، والذى يمثل سوق الاسهم في الولايات المتحدة، والسبب في تحديد العدد الداخل في حساب هذا المؤشر هو متطلبات السرعة وسهولة الحساب، ولقد أصبح ذلك ميسرا بصورة أفضل مع استخدام الحاسب الالي، ورقم مؤشر داو جونز ينشر حاليا في مئات من الصحف المالية، وكافة وسائل الاتصال المسموعة والمرئية في العديد من بلدان العالم، وتنشر شركة داو جونز حاليا أربع مجموعات أسعار لكل ساعة عمل في بورصة نيويورك، وهذه تعتبر خدمة سريعة للمستثمر لكي يلم بكافة المعلومات، ولقد وجد أن أرقام مؤشراته المختلفة تميل في الاغلب للتحرك في نفس الاتجاه، وأن المؤشر الصناعي هو الاساس في تحديد هذا الاتجاه [٣٨]، كذلك لقد لوحظ أن الشركات التي يضمها هذا المؤشر ليست ثابتة، حيث عادة من يتم استبدال أى شركة تشهد أسهمها ارتفاعا حادا مستمرا أو انخفاضا حادا مستمرا، بشركة أخرى أكثر نشاطا وتجاوبا مع السوق، فلقد حلت شركة

---

(٣٨) J.H. Lorie, and M.T. Hamilton, Stock Market Indexes, N.Y., Preager Publishing, 1972, p. 68.

"Coca Cola" محل شركة "Hudson Motors" في عام ١٩٣٢ كما حلت شركة "Corn Products" محل شركة "Drug Inc." في عام ١٩٣٣ ، وشركة "AT & T" وهي (Amercian Telephone & Telegraph) محل شركة "International Business Machines (IBM)" في عام ١٩٣٩ ثم عادت شركة "I.B.M." للمؤشر في عام ١٩٨٢[٣٩] علما بأن شركة "AT & T" يضمها مؤشر الاسهم الصناعية وليس مؤشر أسهم الخدمات ، وأن هذه الشركة بها ٣ مليون مساهم وتدفع لهؤلاء المساهمين الأرباح على ٤ مرات في السنة ،ويراعى أن جميعهم تصلهم شيكاتهم في نفس الوقت تقريبا ، ويمثل الاستثمار فيها نوعا من الاستثمار الدولي[٤٠]، وأنه عندما استبدلت شركة AT & T بدلا من شركة I.B.M. فلقد أثر هذا على رقم المؤشر ، لدرجة أن بعض الكتاب يرى أن رفع هذه الشركة الاخيرة جعل المؤشر تحت معدل التقدير الصحيح ، لأنّ استثمار قدره ١١٫٤٣ دولار في شركة I.B.M. في عام ١٩٥٢ قد نما الى ٣٦٨٫٧٥ دولارا في عام ١٩٦٩ ، والى ٤٢٦٫٧٥ دولارا في عام ١٩٧٢ ، كما يلاحظ أن شركة داو جونز تقوم بنشر العديد من الأرقام ، وأن أهم هذه الأرقام هو الرقم الخاص بأسعار الاسهم للمجموعات الثلاث والرقم المركب ، وكذلك رقم المضاعف "Price/Earning (P/E)" لكل مجموعة من هذه الشركات ، وأن هذا المؤشر يضم العديد من الشركات الكبرى النامية مثل شركة "Exxon, General Motors, General Electric, General Foods, Johnson & Johnson, Eastman Kodak,"

---

(٣٩) F.AMLing, Op. Cit., p. 523 .

(٤٠) P.S. Pierce, The Dow Jones Averages 1885 - 1980 Ill., Homewood, Dow Jones - Irwin, 1982, pp. 227 - 229 .

وأن كثيرا منها قد تضاعفت قيمة أسهمه عشرات المرات خلال الفترة بين عامي ١٩٥٠ الى ١٩٧٦ وأن هذا المؤشر ليس متوسطا عاديا رغم أنه في البداية كان يحمل هذه الصفة [٤١] وأنه يتمثل الآن في عدد من النقاط ، فعلى سبيل المثال كان رقم هذا المؤشر لاسعار الاسهم الصناعية في منتصف عام ١٩٧٥ = ٨٥٠ ، بينما كان متوسط السعر الفعلي للاسهم التي يضمها ٤٥ دولارا ، وأن هذا المؤشر قد ارتفع من ٢٣٥ر٤ في عام ١٩٥٠ الى ٧٣١ في عام ١٩٦١ ، وأن رقمه في منتصف عام ١٩٨٧ قد زاد عن ٢٢٠٠ نقطة ، وكان قد خسر في الهبوط الكبير يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ أكثر من ٥٠٨ نقاط ، ولقد ترجم هذا الانخفاض الى ما يقارب ٢٧ ٪ من القيمة السوقية لاسعار الاسهم ، ولقد عاد الرقم للتحسن البسيط ، فقد أصبح ١٩٩٨ في نهاية مارس ١٩٨٨ ٠

(١-٦-١-١) <u>طريقة حساب مؤشر داو جونز</u> : بدأ حساب رقم داو جونز للاسهم الصناعية كأى وسط حسابي بسيط يستخدم القيمة السوقية غير المرجحة ، وذلك بجمع أسعار أسهم الشركات الثلاثين الصناعية وقسمة هذا المجموع على ٣٠ ، ولقد تغير رقم القاسم هذا مع مرور الوقت ، فقد أصبح ١٥ر١ في عام ١٩٥٩ ، ثم انخفض الى ١٦٦١ر١ في عام ١٩٧٣ [٤٢] ، ولقد أصبح هذا القاسم ٢٩٢ر١ في ٧ أبريل ١٩٨٣ ، كما تغير قاسم شركات النقل وأصبح في هذا التاريخ ٥٧٤ر١ بعد أن كان رقم القاسم ٢٠ عند بداية حساب رقم مؤشر النقل ، كما تغير قاسم شركات

---

(٤١) R.D. Milne, The Dow Jones Industrial Averages re-examined, <u>Financial Analysts Journal</u>, Nov. - Dec., 1966, p. 87 .

L.R. Lang and T.H. Gillespie, <u>Strategy for personal Finance</u>, N.Y., McGraw-Hill Co., 1977, p. 527

الخدمات وأصبح في هذا التاريخ ٢ر٧٠٩ بدلا من الرقم ١٥ المستخدم عند بداية حساب مؤشر الخدمات ، أما قاسم المؤشر المركب لهذه الشركات جميعا فقد أصبح ٥ر٨٢ بدلا من ٦٥ عند بداية الانشاء ، ومن هنا فان القاسم مستمر في التغير[٤٣] من فترة لاخرى ، وهذا يفسر لنا التضخم الذى حدث في رقم هذا المؤشر والذى وصل اليه رقم داو جونز حاليا ، كما يحسب رقم المضاعف "P/E" بنفس هذه الطريقة السابقة ، ولقد كان استبدال بعض الشركات كما أسلفنا وتغير رقم القاسم من فترة لاخرى كما أوضحنا سببا لاعتبار بعض الكتاب[٤٤] أن هذه التغييرات قد جعلت من رقم الداو جونز مؤشرا وليس متوسطا عاديا ، ولتوضيح فكرة تغيير القاسم أوتوماتيكيا نفترض أن هناك أربعة أسهم موضح بياناتها طبقا لما يلي :

السهم	القيمة السوقية (اليوم الاوّل) (وحدة نقدية)	القيمة السوقية (اليوم الثاني) (وحدة نقدية)	القيمة السوقية (اليوم الثالث) (وحدة نقدية)
أ	٥٠	٥٠	٥٠
ب	٥٠	٥٠	٥٠
ج	٦٠	٢٠	٤٠
د	٤٠	٤٠	٤٠
المجموع	٢٠٠	١٦٠	١٨٠
القاسم	٤	القاسم الجديد ١٦٠ / ٥٠ = (٣ر٢)	
رقم المؤشر	٥٠	٤٠	٥٦ر٢٥

---

(٤٣) F. Amling, Op. Cit., p. 523 .

(٤٤) F.B. Renwick, Introduction to Investment and Finance, N.Y., The Macmillan Company, 1979, pp. 59 - 60 .

الخدمات وأصبح في هذا التاريخ ٢٫٧٠٩ بدلا من الرقم ١٥ المستخدم عند بداية حساب مؤشر الخدمات ، أما قاسم المؤشر المركب لهذه الشركات جميعا فقد أصبح ٥٫٨٢ بدلا من ٦٥ عند بداية الانشاء ، ومن هنا فان القاسم مستمر في التغير(٤٣) من فترة لاخرى ، وهذا يفسر لنا التضخم الذى حدث في رقم هذا المؤشر والذى وصل اليه رقم داو جونز حاليا ، كما يحسب رقم المضاعف "P/E" بنفس هذه الطريقة السابقة ، ولقد كان استبدال بعض الشركات كما أسلفنا وتغير رقم القاسم من فترة لاخرى كما أوضحنا سببا لاعتبار بعض الكتاب(٤٤) أن هذه التغييرات قد جعلت من رقم الداو جونز مؤشرا وليس متوسطا عاديا ، ولتوضيح فكرة تغيير القاسم أوتوماتيكيا نفترض أن هناك أربعة أسهم موضح بياناتها طبقا لما يلي :

السهم	القيمة السوقية (اليوم الاوّل) (وحدة نقدية)	القيمة السوقية (اليوم الثاني) وحدة نقدية)	القيمة السوقية (اليوم الثالث) (وحدة نقدية)
أ	٥٠	٥٠	٥٠
ب	٥٠	٥٠	٥٠
جـ	٦٠	٢٠	٤٠
د	٤٠	٤٠	٤٠
المجموع	٢٠٠	١٦٠	١٨٠
القاسم	٤	١٦٠ / ٥٠ = (٣٫٢)	القاسم الجديد
رقم المؤشر	٥٠	٤٠	٥٦٫٢٥

---

(٤٣) F. Amling, Op. Cit., p. 523 .

(٤٤) F.B. Renwick, Introduction to Investment and Finance, N.Y., The Macmillan Company, 1979, pp. 59 - 60 .

والطريقة المتبعة في تعديل القاسم هي قسمة مجموع القيمة السوقية في اليوم الثاني على المتوسط السابق لينتج القاسم الجديد ($\frac{١٦٠}{٥٠}$ = ٢ر٣) ، وبفرض أن الاسعار في اليوم الثالث أصبحت ٥٠ ، ٥٠ ، ٤٠ ، ٤٠ وحدة نقدية وأن المجموع أصبح ١٨٠ فان المؤشر سيصبح مساويا الى $\frac{١٨٠}{٢ر٣}$ = ٢٥ر٥٦ ، أى يظهر المؤشر ارتفاعا يوضح الواقع الجديد لارتفاع أسعار الاسهم ، وعلى ذلك فان تعديل رقم المؤشر يتم باستخدام ثلاث طرق ابتكرتها شركة داو جونز(٤٥) وهي :

١ ـ استبدال شركات محل شركات أخرى للمحافظة على التمثيل العادل لأدوات السوق .

٢ ـ ضرب المؤشر في رقم "Factor" ليعود المؤشر للمستوى الذى يعبر عن حقيقة الوضع الفعلي .

٣ ـ استخدام رقم قاسم متغير باستمرار مما يمكن من تعديل رقم المؤشر أوتوماتيكيا .

كذلك تجدر الاشارة هنا الى بعض الملاحظات الهامة التالية :

١ ـ أن شركة مثل "Du Pont" لها أهمية نسبية في هذا المؤشر تعادل سبعة أضعاف الاهمية النسبية لشركة أخرى مثل شركة "Good Year" بينما الشركة الاخيرة تبلغ عشرة أضعاف حجم الشركة الاولى والسبب راجع الى أن القيمة السوقية لسهم الشركة الاولى كان على سبيل المثال

---

(٤٥) L.T. Wright, Op. Cit., p. 301 .

١٦٢٢,٧ دولارا في عام ١٩٨١ (٤٦)، بينما كانت القيمة السوقية لسهم الشركة الثانية ٢١,٥ دولارا فقط في نفس هذا التاريخ .

٢ - أن استخدام رقم القاسم المتغير باستمرار يساعد على تحقيق الاستمرارية المطلوبة لدلالة هذا المؤشر على واقع السوق وأن هذه الطريقة تستخدم سواء بالنسبة لمؤشر الاسعار أو بالنسبة لمؤشر المضاعف .

٣ - أن تغيير بعض الشركات التي يضمها المؤشر من حين لآخر يجعل هذا المؤشر أصدق تمثيلا لنشاط السوق ، كما أن هذا الاجراء يمكن اعتباره بديلا للاجراء الذى يتم عادة عند حساب بعض المؤشرات الاخرى كمؤشر S & P's وذلك عند عملية تجزئة الاسهم (٤٧) في بعض الشركات أو عند الغاء بعض الاسهم خلال عمليات الاندماج في بعض شركات أخرى .

(١-٦-١-٢) تقويم مؤشر داو جونز : "Dow Jones" لقد انتقدت مؤشرات داو جونز من ناحية كونها صغيرة الحجم نسبيا كما انتقدت كذلك من ناحية محدودية تمثيلها للسوق ، وهذا النقد ينصب أساسا على رقم الشركات الصناعية الذى يضم ٣٠ شركة فقط من بين العديد من الشركات الصناعية في الولايات المتحدة (٤٨)، كما انتقد المؤشر كذلك من ناحية كونه لا يضم الا شركات ذات شهرة معينة من ناحية اقبال

---

(٤٦) W. Robertson, The Trouble with the Dow Jones Averages, "Fortune", March 1972, p. 143 .

(٤٧) L.T. Wright, Op. Cit., p. 306 .

(٤٨) K.V. Smith, Op. Cit., p. 142 .

المستثمرين عليها ، وتعتبر في أغلبها شركات كبيرة الحجم نسبيا ، وأنه كان من الواجب عدم اهمال الشركات ذات الحجم الصغير نسبيا والتي تمثل غالبية الشركات المساهمة وهي في نفس الوقت تعتبر جزء لا يتجزأ من هذا السوق الكبير ، كما انتقد المؤشر من حيث استخدامه لقاسم متغير باستمرار ، وأن هذا أدى الى تضخم متوسطات داو جونز الى درجة كبيرة ، وعلى ذلك فان المؤشر أصبح نقاطا ولم يعد متوسطا حسابيا يسهل فهمه أو ترجمته فورا الى دولارات ، وبالطبع لو ظل القاسم كما كان عليه في البداية "٣٠" لكان معنى هذا أن رقم المؤشر يمكن أن يعتبر بحق متوسطا حسابيا ، لكن استخدام فكرة القاسم المتغير هذه قد حولت متوسط الداو جونز الى نقاط ، وحتى يمكن فهم هذه النقاط أو ترجمتها الى قيم نقدية ، فانه يمكن على سبيل المثال اذا كان رقم القاسم هو ١٫٦٦١ ، وهذا هو الرقم المستخدم فعلا في عام ١٩٧٣ ، فانه يمكن ايجاد ما يعنيه هذا القاسم عن طريق قسمة رقم القاسم القديم وهو ٣٠ على رقم القاسم الجديد وهو ١٫٦٦١ ليكون الناتج ١٨٫٠٦ وعلى ذلك يمكن تحويل نقاط المؤشر الى دولارات بقسمة هذه النقاط على الرقم ١٨٫٠٦ أى أن كل نقطة في رقم المؤشر لعام ١٩٧٣ تساوى ٥٫٥ سنت تقريبا بدلا من كل نقطة تساوى دولار واحد مثلما كان عليه الوضع في بداية انشاء هذا المؤشر ، وبطريقة أخرى لقد كان رقم المؤشر الصناعي في أبريل عام ١٩٨٣ هو ١٨٧٠ كما كان رقم القاسم هو ١٫٢٩٢ ، معنى ذلك أن متوسط أسعار الاسهم الصناعية في هذا التاريخ = ($١٨٧٠ \times \frac{١٫٢٩٢}{٣٠}$) أى يساوى ٨٠٫٥٣ دولارا ، وهذه هي الطريقة التي يمكن استخدامها لتحويل نقاط مؤشر الداو جونز التي تنشر حاليا وامكان فهمها باستخدام متوسطات نقدية ، كذلك انتقدت مؤشرات داو جونز في أنها لا تراعي الاهمية النسبية للشركات

في السوق طبقا للحجم والمتمثلة في عدد الاسهم أو ضخامة رأس المال ، بل تنظر اليها جميعا نظرة واحدة بصرف النظر عن هذا الحجم ، وعلى ذلك فان بعض الشركات الاصغر حجما ، قد تأخذ وزنا كبيرا في هذا المؤشر يبلغ أضعاف الوزن المقرر لشركة أخرى قد تكون من حيث الحجم أكبر منها عشرات المرات ، فعلى سبيل المثال لا الحصر(٤٩) لقد أخذت شركة " United Aircraft " وزنا قدره ٤٠ في رقم المؤشر لعام ١٩٧٣ ، وهذه الشركة يبلغ عدد أسهمها ١٠٩٩٢٣ر١٢ مليون سهما فقط بينما شركة " General Motors " والتي تبلغ ٢٣ر٦ ضعف من ناحية الحجم اذا ما قورنت بمثل هذه الشركة الاولى ، لم تأخذ سوى وزنا قدره ٨٢ طبقا لقيمة سهم هذه الشركة الاخيرة في هذا التاريخ ، مع وجود ٢٢٥١٨٠ر٢٨٦ مليون سهم جارى لهذه الشركة الثانية ، وعلى ذلك فاننا نجد أنه بينما كانت النسبة من حيث الحجم بين الشركتين (١ : ٢٣ر٦) فان النسبة بينهما من حيث الوزن كانت فقط (١ : ١ر٢) .

وينتقد أيضا مؤشر داو جونز في أنه يعطي وزنا متساويا لكل دولار تغير في الاسعار بصرف النظر عن نسبة هذا التغير مقرونة بالسعر السابق للسهم ، ولتوضيح ذلك نفرض أن هناك سهمين أ ، ب الاول قيمته ٢٠ دولار والثاني قيمته ٢٠٠ دولار وعلى ذلك يكون متوسط سعر هذين السهمين ١١٠ دولارا فاذا ما ارتفع سعر السهم الاول وأصبح ٣٠ دولارا وارتفع سعر السهم الثاني وأصبح ٢١٠ دولارا فان متوسط السعر يصبح ١٢٠ دولارا ، معنى هذا أن هذه الزيادة انعكست بنسبة قدرها ٩ر١ ٪ من رقم المتوسط السابق ، بينما هذه الزيادة في الحقيقة تمثل ٥٠ ٪ من قيمة السهم الاول ولا تمثل سوى ٥ ٪ من قيمة السهم

---

(٤٩) L.T. Wright, Op. Cit., p. 306 .

الثاني وهذا يظهر أنه لا توجد أى علاقة بالمرة بين ما أظهره هذا المتوسط وبين ما تمثله هذه الزيادة من كل سعر ، كما أن هذا يؤكد بطريقة قاطعة أخرى أن مؤشر داو جونز ليس مؤشرا مرجحا بأى حال من الاحوال .

وأخيرا وليس آخرا فانه كلما حدثت واقعة تجزئة للاسهم في احدى الشركات التي يضمها المؤشر أو واقعة اصدار أسهم جديدة ، أو في حالة توزيع أسهم منحة بنسبة تزيد عن ١٠ ٠/٠ من عدد أسهم الشركة ، فان شركة داو جونز تقوم بتعديل رقم القاسم وتنشر الصحف المالية رقم هذا القاسم يوميا ، وينتقد المؤشر في عدم أخذه بمثل هذا التعديل في رقم القاسم في حالة ما اذا كانت هذه الزيادة أقل من ١٠ ٠/٠ ، وهذا يؤدى الى اهمال التأثيرات التي تنتج عادة عن تصرف الشركات ذات الدرجة العالية من النمو والتي تعمد كثيرا الى تجزئة أسهمها أو اصدار أسهم منحة ولكن بنسب تقل في الاغلب عن ١٠ ٠/٠ ، ومن هنا وطبقا لهذا الاسلوب المستخدم لم يكن القاسم المستخدم أبدا معبرا عن عدد معين من الاسهم التي تضمها قائمة الاسهم لهذا المؤشر الا عند بداية الانشاء فقط .

(١-٦-٢) <u>مؤشر ستاندردو بورز</u> : "Standard & Poor's" تقوم باصدار هذا المؤشر مؤسسة "Standard & Poor's Corporation" ، وهذه المؤسسة تصدر العديد من النشرات المالية التي تغطي المعلومات الاستثمارية لاكثر من ٦٠٠٠ منشأة استثمارية في الولايات المتحدة ، وقد ظهر هذا المؤشر منذ عام ١٩٢٣ ، وقد شمل عند انشائه ٢٢٣ نوعا من الاسهم ، وازداد العدد حتى استقر المؤشر عند ٥٠٠ نوع من الاسهم في عام ١٩٥٧ [(٥٠)] ، وهذه الاسهم تضم ٢٦ مجموعة نوعية كما تضم

هـذه المجموعات الفرعية ٩٠ نوعا من المجموعات الفرعية الاصغـر ، وينقسم مؤشر S & P's الى ثلاث مؤشرات رئيسية بالاضافة الى رقـم المؤشر المركب فهناك مؤشر يضم ٤٢٥ شركة صناعية ، ومؤشر خاص بمجموعة شركات النقل يضم ٢٥ شركة نقل ، كما يوجد مؤشر خاص لاسهم شركـات الخدمات ويضم ٥٠ شركة ، غير أن أشهر هـذه المؤشرات هـو الرقـم المركب الذى يضم الشركات السابقة جميعها وهـو مؤشر "S & P's 500" ، وفترة الاساس للمؤشر هـي أرقام الفترة من (عام ١٩٤١ الى ١٩٤٣ = ١٠) ، والقاعدة المستخدمة في حساب هـذا المؤشـر هـي أن :

الرقم الجديد للمؤشر = الرقم الاساس × (القيمة السوقية الاجمالية الجديدة لاسهم شركات المجموعة ÷ القيمة السوقية المتوسطة لاسهم هـذه المجموعة في فترة الاساس)

أى أن رقم المؤشـر[(٥١)] = $\frac{\text{مج ب}_1 \text{ك}_1}{\text{مج ب}_0 \text{ك}_0} \times ١٠$

حيث : مج تعني حاصل الجمع لنواتج الضرب جميعا

، ب_1 هي السعر الحالي لكل سهم في المجموعة

ك_1 هـي عدد الاسهم الحالية من كل نوع

ب_0 هـي السعر المتوسط للسهم في فترة الاساس

ك_0 هـي متوسط عدد الاسهم لكل نوع في فترة الاساس

وعلى ذلك يعتبر هـذا المؤشر أكثر تمثيلا للسوق ، لانه يقوم عـلى أساس المتوسطات المرجحة ، حيث تضرب القيمة السوقية للسهم في عـدد الاسهم لكل شركة من الشركات التي يضمها هـذا المؤشر وعلى ذلك فـان الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا لها تأثير أكبر على هـذا المؤشـر

---

(٥١) F. Amling, Op. Cit., p. 524 .

من الشركات ذات الحجم الصغير ، لقد استخدمت مؤسسة S & P's الفترة من ١٩٤١ الى ١٩٤٣ كأساس ، ولقد مكن هذا من امكانية مقارنة القيم الحالية للاسهم بقيم الاسهم في نهاية الحرب العالمية الثانية ، وهي فترة تدني الاسعار ، ونظرا لان القيمة السوقية المتوسطة في تلك الفترة للاسهم كان عشرة دولارات تقريبا ، لذلك استخدم المؤشر الرقم ١٠ كأساس ، وبالطبع لقد تحرك رقم المؤشر هذا فأصبح الرقم ٤٧ في عام ١٩٥٧ ثم أصبح رقم المؤشر ١٠٧ر٧ في عام ١٩٧٣ وانخفض الى ٧٢ر١٥ في أغسطس ١٩٧٤ وأصبح الرقم ٩٢ في نهاية عام ١٩٧٥ ، ثم أصبح الرقم ١٤١ في مارس ١٩٨١ أى تضاعف هذا الرقم حوالي ١٤ مرة خلال ٤٠ سنة من انشاء هذا المؤشر ، ورقم هذا المؤشر المركب حاليا في مارس ١٩٨٨ هو ٢٦٠ر٠٧ ، ومن الجدير بالذكر أن رقم هذا المؤشر يسجل كل $\frac{١}{٢}$ ساعة عمل في البورصة ، كما أن الشركات التي يشملها هذا الرقم تمثل حوالي ٩٠ ٠/٠ من حجم الاسهم المسجلة في بورصة نيويورك في عام ١٩٥٧[٥٢]، ولهذا يعتبر هذا المؤشر مؤشرا موسعا يعكس بصورة أدق تحرك السوق في الولايات المتحدة.

(١-٦-٢-١) <u>طريقة حساب مؤشر ستاندردوبورز</u> : S & P's لتوضيح طريقة حساب هذا المؤشر نعرض المثال المبسط التالي الذى يفترض وجود ثلاث شركات موضح بياناتها الحالية وبيانات فترة الاساس طبقا للجدول التالي :

---

(٥٢) L.T. Wright, Op. Cit., p. 307 .

جدول رقم (١)

طريقة حساب مؤشر ستاندرد وبورز

الشركات	بيانات فترة الاساس			بيانات الفترة الحالية		
	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم (وحدة نقدية)	القيمة الاجمالية	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم (وحدة نقدية)	القيمة الاجمالية
أ	٥٠	٢٠	١٠٠٠	١٠٠	٥٠	٥٠٠٠
ب	٢٠٠	٣٠	٦٠٠٠	٢٢٥	٢٠	٤٥٠٠
ج	١٥٠	١٠	١٥٠٠	١٧٠	١٠	١٧٠٠
المجموع			٨٥٠٠			١١٢٠٠

وعلى هذا يكون رقم المؤشر = $\frac{١١٢٠٠}{٨٥٠٠} \times ١٠$ = ١٨ر١٣

من هذا يتبين أن الطريقة التي يتم بها حساب رقم هذا المؤشر توفر مبدأ اعادة التقييم بوسيلة أوتوماتيكية مستمرة، حيث أدخل في الحسبان التغيرات التي حدثت في عدد الاسهم ، وكذلك التغيرات التي حدثت في القيمة السوقية لها ، وعلى ذلك بفرض أن متوسط جملة قيمة أسهم الشركات الـ ٥٠٠ التي يضمها المؤشر كانت ٤٠ بليون دولار في فترة الاساس، وأنه حدثت تغيرات في القيمة السوقية للاسهم ، كما حدثت تغيرات نتيجة تجزئة الاسهم أو اصدار أسهم مجانية أو خلاف ذلك من تصرفات تؤدى الى زيادة أو نقص في عدد الاسهم ، وأن نتيجة ذلك كله انعكست في القيمة السوقية الجديدة لاسهم هذه الشركات ، وأن هذه

جدول رقم (١)

طريقة حساب مؤشر ستاندرد وبورز

الشركات	بيانات فترة الاساس			بيانات الفترة الحالية		
	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم (وحدة نقدية)	القيمة الاجمالية	عدد الاسهم	القيمة السوقية للسهم (وحدة نقدية)	القيمة الاجمالية
أ	٥٠	٢٠	١٠٠٠	١٠٠	٥٠	٥٠٠٠
ب	٢٠٠	٣٠	٦٠٠٠	٢٢٥	٢٠	٤٥٠٠
ج	١٥٠	١٠	١٥٠٠	١٧٠	١٠	١٧٠٠
المجموع			٨٥٠٠			١١٢٠٠

وعلى هذا يكون رقم المؤشر = $\frac{١١٢٠٠}{٨٥٠٠}$ × ١٠ = ١٣ر١٨

من هذا يتبين أن الطريقة التي يتم بها حساب رقم هذا المؤشر توفر مبدأ اعادة التقييم بوسيلة أوتوماتيكية مستمرة، حيث أدخل في الحسبان التغيرات التي حدثت في عدد الاسهم ، وكذلك التغيرات التي حدثت في القيمة السوقية لها ، وعلى ذلك بفرض أن متوسط جملة قيمة أسهم الشركات الـ ٥٠٠ التي يضمها المؤشر كانت ٤٠ بليون دولار في فترة الاساس، وأنه حدثت تغيرات في القيمة السوقية للاسهم ، كما حدثت تغيرات نتيجة تجزئة الاسهم أو اصدار أسهم مجانية أو خلاف ذلك من تصرفات تؤدى الى زيادة أو نقص في عدد الاسهم ، وأن نتيجة ذلك كله انعكست في القيمة السوقية الجديدة لاسهم هذه الشركات ، وأن هذه

القيمة السوقية الجديدة أصبحت ١٨٠ بليون دولار مثلا ، فعلى ذلك يصبح رقم المؤشر = ($\frac{١٨٠}{٤٠}$ × ١٠ = ٤٥) ومن هنا يمكن تلخيص مزايا وعيوب هذا المؤشر في الاتي :

١ ـ التعديلات في السوق المالية تنعكس على هذا المؤشر بطريقة أوتوماتيكية سريعة وفورية حيث ترجح القيمة بعدد الاسهم .

٢ ـ تجنب هذا المؤشر النقد الهام الموجه لمؤشر داو جونز في أنه لا يراعي وزن الشركات بالسوق من حيث الحجم .

٣ ـ يرى البعض أن هناك مشكلة أخرى قد ظهرت نتيجة كون الشركات الكبرى لها تأثير كبير على هذا المؤشر ، فلقد تبين أن عددا محدودا من الشركات قد فاق تأثيره المئات من الشركات الاخرى وأن شركة واحدة كبيرة مثل شركة "General Motors" والتي قام Granville [٥٣] بدراسة وتحليل مؤشر تحركات أسهمها لمدة ١٤ سنة ، لقد تبين له من هذه الدراسة أنه لا توجد أى فروق تذكر بين هذه التحركات من جهة وبين تحركات الرقم المركب لمؤشر "Standard & Poor's 500" من جهة أخرى ، وقد استدل من نتائج هذه الدراسة أن هذه الشركة تعتبر بحق هي الشركة القائدة للسوق الامريكية .

(١-٦-٣) <u>مؤشر بورصة نيويورك</u> : "New York Stock Exchange"

لقد بدأ النشاط في بررصة نيريورك مع بداية القرن الثامن عشر لكن هذه البورصة لم تأخذ شكلا منتظما الا بعد الاتفاق الذى عقد في

---

(٥٣) J.E. Granville, <u>A Strategy of daily stock Market Timing for Maximum profit</u>, N.J., Englewood Cliffs, Prentice Hall, Inc., 1960, pp. 72 - 73 .

تاريخ ١٧ مايو ١٧٩٢ بين ٢٤ من كبار رجال الاعمال المتعاملين مع هذه السوق Dealers والذى عرف باتفاق(٥٤) "Button Wood Tree Agreement" .

ولقد تطورت هذه البورصة بعد ذلك تطورا كبيرا خلال القرنين الماضيين ، كما كان للحاسب الالي فضل كبير في اعطاء بعد جديد ودعم مستمر في موضوع اعداد المؤشرات المالية ، حيث أمكن حساب تأثير الالاف من العمليات الحسابية طوال ساعات النشاط اليومي في البورصة ، ومن هنا فقد ظهر مع بداية يوليو من عام ١٩٦٦ مؤشر بورصة نيويورك ".N.Y.S.E" وهو مؤشر يضم جميع الاسهم التي تعرضها بورصة نيويورك ، وقد بدأ المؤشر المركب باستخدام بيانات ١٢٨٧ شركة ، كما تضمن مؤشرات نوعية أخرى منها مؤشر خاص بأسهم الشركات الصناعية ويضم ١٠٠٠ شركة صناعية ، ومؤشر خاص بأسهم الشركات المالية ويضم ٧٥ شركة ومؤشر خاص بشركات النقل ويضم ٧٦شركة ، ومؤشر خاص باسهم شركات الخدمات ويضم ١٣٦ شركة منافع وخدمات ، كما ضم المؤشر المركب في عام ١٩٧٤ عدد ١٣٣٠ شركة ، وحاليا في مارس ١٩٨٨ يضم هذا المؤشر عدد ١٥٧٠ شركة مسجلة على قائمة بورصة نيريورك "Big Board" وبالمثل ينقسم هذا المؤشر الى عدة مؤشرات نوعية أخرى ، ويضم رقم الشركات الصناعية حاليا ١٠٩٣ شركة ، كما يضم رقم الشركات المالية ٢٢٣ شركة مالية ، ررقم شركات النقل يضم ٦٥ شركة متنرعة تشمل خطوط جوية وبرية وبحرية ، ومؤشر شركات الخدمات يضم ١٨٩ شركة متنوعة تشمل شركات الكهرباء والغاز والاتصالات ويعتبر رقم الشركات الصناعية هو أهم أرقام هذا المؤشر .

---

(٥٤) H.E. Dougal and F.J. Corrigan, Op. Cit., p. 226 .

وهذا المؤشر يعتمد في حسابه على المتوسطات المرجحة ويحسب بطريقة مشابهة لطريقة حساب مؤشر " S & P's " غير أن الاساس المستخدم في هذا المؤشر هو القيمة السوقية الاجمالية لاسعار الاسهم في يوم ٣١ ديسمبر (٥٥) ١٩٦٥ = ٥٠ ، وقد حدد هذا الاساس للمؤشر لكي يكون متناسبا مع القيمة السوقية المتوسطة لاسهم الشركات التي يضمها في هذا التاريخ والتي كانت تدور حول الرقم ٥٠ دولار ، وترجح القيمة السوقية لاسهم هذه الشركات بعدد الاسهم في كل شركة مثلما هو متبع تماما في حساب مؤشر ستاندرد وبورز ، وتجدر الاشارة هنا الى أن مؤشر بورصة نيويورك لم يحظ في بداية انشاءه بالاهتمام الكافي ، لكن لم يمر وقت طويل حتى حظي باهتمام (٥٦) كبير من محللي الاستثمار ومديرى المحافظ الاستثمارية والمهتمين بالنواحي الاقتصادية على المستوى القومي وذلك باعتباره مؤشرا مستقرا الى حد كبير وممثلا شاملا في نفس الوقت لجميع أدوات السوق لا يتأثر سوى بالتغيرات الجوهرية فقط .

(١-٦-٤) مؤشر "American Stock Exchange Index (AMEX)"

أنشأت بورصة الاسهم الامريكية في عام ١٨٤٠ وقد تطورت اجراءات هذه السوق كثيرا وخاصة في عامي ١٩٢١ ، ١٩٥٣ وقد ضمت فروع هذه البورصة عدد ١٣٩٣ شركة في عام ١٩٧٣ كما بلغت القيمة الاساسية للاسهم المسجلة

---

(٥٥) F. Amling, Op. Cit., pp. 525 - 526 .

(٥٦) S. West and N. Miller, Why the N.Y.S.E. Common Stock Indexes, Financial Analysts Journal, May - June 1967, pp. 57 - 60 .

في هـذه البورصة ٥٦ بليون دولار ، وقامت هذه السوق بنشر مؤشر "AMEX" اعتبارا من ١٦ يونيه ١٩٦٦ ، وهو مؤشر مركب يضم جميع الاسهم التي تتداول في الفروع المختلفة لهذه البورصة في الولايات المتحدة ، غير أنه اتبع في البداية أسلوبا خاصا في حساب هذا المؤشر ، وذلك باعطاء وزن متساوى لجميع الاسهم التي تدخل في الحساب ، كذلك لعلاج القصور واستبعاد التأثيرات الجانبية التي تؤثر على مؤشر "S & P's" أو مؤشر أسهم بورصة نيويورك "N.Y.S.E." فلقد كان الاسلوب الذى اتبع في حساب هذا المؤشر بسيطا للغاية (٥٧) ، ويتلخص في جمع جميع التغيرات الموجبة والسالبة كل يوم بالنسبة لجميع الاسهم المعروضة بالسوق ، وتقسيم الناتج على مجموع هذه الادوات الاستثمارية الداخلة في الحسبان ، ويضاف هذا الناتج أو يطرح يوميا من متوسط سعر اليوم السابق ، ولقد استخدم هذا المؤشر متوسط القيمة السوقية لاسهم جميع الشركات التي يضمها في تاريخ ٢٩ أبريل ١٩٦٦ كأساس ، وكان هذا المتوسط ١٦٫٨٨ دولار ، واعتبر أن هذا الرقم هو القيمة الابتدائية التي يمكن أن يضاف اليها أو يطرح منها التغير الحادث ، فبفرض أن مجموع التغيرات في يوم تالي كانت على سبيل المثال ± ٢٠٠ وكان عدد هذه الادوات الاستثمارية هو ١٠٠٠ أداة ، فان ناتج القسمة يساوى ± ٢ر، وعلى ذلك يضاف أن يطرح هذا الناتج من متوسط اليوم السابق ، وبعد عام ١٩٧٤ عدلت طريقة حساب هذا المؤشر وأصبح مؤشرا مرجحا يعتمد في ترجيحه على عدد أسهم كل شركة ورقمه الاساسي = ١٠٠ ومن هنا فقد أصبح مشابها تماما لكل من مؤشر "S & P's" ومؤشر بورصة نيويورك ، أى

---

(٥٧) S.C. Leuthold and K.F. Blaich, Warped Yardstock, The AMEX Index disorts Price Moves both Up and down, "Barron's", September 18, 1972, pp. 9 - 15 .

أصبح المؤشر "Market Value Index" مؤشرا لقيمة أدوات السوق وليس فقط مؤشرا لسعر السوق "Market Price Index" كما كان عند بداية انشاءه.

(١-٦-٥) مؤشر "Barron's": ان جميع المتوسطات أو المؤشرات الشهيرة قد صممت أساسا لتوضيح الاتجاه الخاص بأسعار الاسهم عموما أو جزء معين منها ، غير أنه اذا كان هناك تركيز على جزء معين من هذه الاسهم فان ما يتم التركيز عليه في الغالب هو أسهم الشركات الكبيرة ، وعادة ما يتم اهمال الشركات ذات الحجم الصغير نسبيا ، وهذا هو ما حدث فعلا من الناحية العملية في السوق الامريكية ، علما بأن دراسة مثل هذه الاسهم ضرورية وهامة لفهم المسرح الكلي للاستثمار(٥٨)، كما أن مثل هذه الاسهم لها تحركات واضحة ، وقد تسبق أو تلحق تحركات أسهم الشركات الكبيرة التي اشتهرت بتسميتها "Blue Ships Stocks" ، وعلى ذلك يكون تحليل أداء مثل هذه الاسهم مفيدا جدا في تحديد اتجاهات السوق المالي وتفهم طبيعة هذه السوق وتوضيح القمم والقيعان ، وتشخيص الظواهر التي تنتاب السوق المالي للاسهم ، فعندما تكون هناك سوق متزايدة "Bull Market" فان مثل هذه الاسهم تزيد قيمتها بطريقة واضحة كما تنخفض أيضا وبصورة واضحة كذلك مع بداية السوق الهابطة "Bear Market" ، وعلى ذلك فان هذه الاسهم تلقي الضوء على مثل هذه التحركات المستقبلية ، ولقد لمست مؤسسة "Barron's" الحاجة الماسة الى دراسة تحركات هذه الاسهم وقامت فعلا بنشر ثلاثة أرقام ، أول هذه الارقام صدر مع بداية عام ١٩٣٨ وأشهر

---

(٥٨) L.T. Wright, Op. Cit., p. 311 .

في هذه البورصة ٥٦ بليون دولار ، وقامت هذه السوق بنشر مؤشر "AMEX" اعتبارا من ١٦ يونيه ١٩٦٦ ، وهو مؤشر مركب يضم جميع الاسهم التي تتداول في الفروع المختلفة لهذه البورصة في الولايات المتحدة ، غير أنه اتبع في البداية أسلوبا خاصا في حساب هذا المؤشر ، وذلك باعطاء وزن متساوى لجميع الاسهم التي تدخل في الحساب ، كذلك لعلاج القصور واستبعاد التأثيرات الجانبية التي تؤثر على مؤشر "S & P's" أو مؤشر أسهم بورصة نيويورك "N.Y.S.E." فلقد كان الاسلوب الذى اتبع في حساب هذا المؤشر بسيطا للغاية (٥٧) ، ويتلخص في جمع جميع التغيرات الموجبة والسالبة كل يوم بالنسبة لجميع الاسهم المعروضة بالسوق ، وتقسيم الناتج على مجموع هذه الادوات الاستثمارية الداخلة في الحسبان ، ويضاف هذا الناتج أو يطرح يوميا من متوسط سعر اليوم السابق ، ولقد استخدم هذا المؤشر متوسط القيمة السوقية لاسهم جميع الشركات التي يضمها في تاريخ ٢٩ أبريل ١٩٦٦ كأساس ، وكان هذا المتوسط ١٦٫٨٨ دولار ، واعتبر أن هذا الرقم هو القيمة الابتدائية التي يمكن أن يضاف اليها أو يطرح منها التغير الحادث ، فبفرض أن مجموع التغيرات في يوم تالي كانت على سبيل المثال ± ٢٠٠ وكان عدد هذه الادوات الاستثمارية هو ١٠٠٠ أداة ، فان ناتج القسمة يساوى ± ٢ر، وعلى ذلك يضاف أن يطرح هذا الناتج من متوسط اليوم السابق ، وبعد عام ١٩٧٤ عدلت طريقة حساب هذا المؤشر وأصبح مؤشرا مرجحا يعتمد في ترجيحه على عدد أسهم كل شركة ورقمه الاساسي = ١٠٠ ومن هنا فقد أصبح مشابها تماما لكل من مؤشر "S & P's" ومؤشر بورصة نيويورك ، أى

---

(٥٧) S.C. Leuthold and K.F. Blaich, Warped Yardstock, The AMEX Index disorts Price Moves both Up and down, "Barron's", September 18, 1972, pp. 9 - 15 .

هـذه الأرقام وهـو "Barron's Low Priced Index" (٥٩) قدم ابتداء من عام ١٩٦٠ ويشمل هـذا الرقم ٢٠ شركة صغيرة من الشركات المسجلة في بورصة نيويورك أو بورصة الاسهم الامريكية وعادة ما يتم تغيير هـذه الشركات من وقت لاخر لتصحيح أوضاع هـذا المؤشر وحتى يتوفر فيها دائما أغلبية الشروط اللازمة والتي يمكن معها اعتبار هـذه الشركة من ضمن الشركات الصغيرة وهـذه الشروط هـي كالتالي :

١ ـ السعر الاساسي للسهم في هـذه الشركة يجب أن لا يزيد عن ١٥ دولار .

٢ ـ القيمة السوقية للسهم يجب أن تكون ضعف هـذه القيمة الاساسية أو أكثر من الضعف حتى يتوفر شرط النجاح والاستقرار في السوق .

٣ ـ أن يكون للشركة سجل مرضي من الارباح المحققة .

٤ ـ أن تمثل الشركة أحد أوجه النشاط الصناعي ولا تقبل في هذا المؤشر شركات النقل أو شركات الخدمات .

٥ ـ أن تكون الشركة مسجلة في بورصة نيويورك أو في بورصة الاسهم الامريكية .

(١ـ٦ـ٦) المؤشرات الاخرى ومصادر المعلومات في السوق المالية الامريكية : يوجد العديد من المؤشرات الاخرى التي تلي في الاهمية المؤشرات السابق توضيحها ، كما توجد مصادر المعلومات المالية

---

(٥٩) ——— , New Indexes get there First, Business Week, Feb. 25, 1967, p. 124 .

المختلفة بوفرة في السوق الأمريكية، وتجدر الاشارة هنا الى مؤشر " Barron's Confidence Index " ، وهذا المؤشر رغم أنه خاص بالسندات الا أنه يلاقي اهتماما كبيرا من المستثمرين عموما ، ومن المستثمرين في الاسهم خصوصا ، ويرجع ذلك الاهتمام بهذا المؤشر في أنه يوضح الانعكاسات التي ستحدث في السوق لأن الاستثمار في السندات حيث الأمان أو العائد الثابت يعتبر بديلا عن الاستثمار في الاسهم حيث توجد درجة مخاطرة أعلى نسبيا ، وأن اتجاه المستثمر نحو الاسهم لابد أن يكون هناك معه عائد مقابل لهذه المخاطرة الاعلى ، ورقم هذا المؤشر " B.C.I. " = متوسط العائد من السندات العشرة التي يضمها هذا المؤشر / متوسط العائد من السندات الاربعين التي يضمها مؤشر ...on Jones × ١٠٠،

وهناك مؤشر آخر يلي هذا المؤشر في الاهمية ويطلق عليه (٦٠) "...dvance decline line" وهو مؤشر فني يعتمد في تحليله لاداء السوق على الحقيقة القائلة بأن أسعار الاسهم لا يمثلها شكل محدد ، ولا ترتفع كلها سويا أو تنخفض سويا ، وعلى ذلك يجب المقارنة بين عدد الانواع المرتفعة من الاسهم ، وعدد الانواع المنخفضة منها ، ويتابع المؤشر مثل هذه التحركات ويعتمد عليها كأساس لتوضيح حركة السوق ، كما أن هناك من الاساليب ما يعتمد في حسابه على دراسة التصرفات البشرية ، وأثرها على تحرك السوق ، مثل نظرية " Odd lot Theory " وتركز هذه النظرية على دراسة الهزات التي تحدث بسبب خوف أو اشاعة ، فلقد تعرضت شركة " Electric Generating Equipment " على سبيل المثال لا الحصر لهزة عنيفة عندما نشرت جريدة "...all Sreet Journal" خبرا مفاده اخفاق هذه الشركة في الحصول على بعض

---

(٦٠) A.J. Zakon and J.C. Pennypaker, An Analysis of the Advanced decline line as a stock Indicator, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 1, No. 4, Sep. 1968, pp. 299 - 301 .

العقود الهامة ، لقد تسبب عن ذلك تقدم حوالي ١٢٠ ألف مساهم من هذه الشركة لبيع أسهمهم خلال اليومين التاليين ، مما أثر على القيمة السوقية لهذا السهم ، ونزول سعر السهم من $75\frac{1}{8}$ دولار في يوم ١٨ مايو ١٩٧٤ الى ٤٨ دولار في يوم ٢٠ مايو ١٩٧٤ (٦١)، وهناك أسلوب آخر مشابه للاسلوب السابق عرضه والذى يعتمد على تحليل عدد الاسهم المرتفعة السعر وعدد الاسهم المنخفضة السعر يقدمه مؤشر "The Balance Index" ويقوم هذا الاسلوب على دراسة النسبة بين عدد الاسهم المشتراة وعدد الاسهم المباعة في يوم معين ثم يقوم بضرب ناتج هذه النسبة في ١٠٠ فاذا كان الناتج > ١٠٠ فانه يستدل من ذلك على أن السوق متزايدة ، والعكس صحيح في حالة نقص رقم الناتج عن ١٠٠ ورقم هذا المؤشر = $\frac{\text{عدد الاسهم المشتراة في يوم معين}}{\text{عدد الاسهم المباعة في هذا اليوم}} \times ١٠٠$ (٦٢)، كذلك يوجد مؤشر خاص بالسوق الثالثة للاسهم مثل سوق "Chicago Board" ويضم ٣٥ شركة تسوق أسهمها بالطريقة الفورية ويسمى هذا المؤشر "Over the Counter Index" وكذلك هناك مؤشر "The Value line Index" ويستخدم هذا المؤشر الوسط الهندسي في دراسة أسعار ١٦٠٠ شركة متنوعة (٦٣)، كما يوجد مؤشر خاص بشركة "General Motor's Index" ويعتبرها بعض الكتاب الشركة القائدة للسوق كما أسلفنا ، كما توجد مؤشرات أخرى عديدة منها "The Indicator Digest" ، ومؤشرات مختلطة مثل مؤشر "The disparity Index" ورقم هذا المؤشر

---

(٦١) L.T. Wright, Op. Cit., p. 317 .

(٦٢) C. Hardy, Your Investments, N.Y., Harper & Row Inc. Publishers, 1983, p. 48 .

(٦٣) A.Bennhard, Value line Methods of evaluating Common stocks, N.Y., Arnold Bennhard & Co., 1979, p. 36 .

= (رقم مؤشر S & P's المركب[٦٤] / رقم داو جونز للاسهم الصناعية) × ١٠٠ وهو يربط بين هذين الرقمين حيث يمثل رقم ستاندرد وبورز سلوك الاسهم بصفة عامة ورقم داو وجونز سلوك الاسهم الصناعية بصفة خاصة، ومن المؤشرات المختلطة كذلك مؤشر " Financial Weekly Richmoind "، " Cats& Dogs Quality " وجميع هذه المؤشرات تهدف الى توفير المعلومات للمستثمر بطريقة أو بأخرى حتى توفر له الوقت والمجهود اللازم لتفهم أداء السوق . كما تقوم بعض البيوت المالية الكبيرة مثل " Solomon Brothers " وهي أكبر شركات الاستثمار المالية في نيويورك بنشر مؤشر خاص بها ، كما تقوم بعض الصحف اليومية بنشر بعض المؤشرات مثل مؤشر " N.Y. Times Index " ومؤشر " NASDAQOTC Index "(

أما مصادر المعلومات في هذه السوق الامريكية فهي متعددة ومتوفرة وتشمل صفحات المال في الصحف اليومية والنشرات الحكومية التي تصدرها الاجهزة المتخصصة وتقارير الشركات والنشرات المالية المسموعة والمرئية، وكثير من هذه المصادر دون مقابل مادى ، وأهم الصحف المالية اليومية جريدة Wall Street Journal وكذلك New York Times وتقدم كل منهما العديد من التحليلات الاستثمارية كما توضح العديد من المعلومات التي تشمل تغيرات السعر من أسبوع لآخر ومن سنة لاخرى كما توضح العائد الدورى الاخير من هذا السهم ، وعدد الاسهم التي جرى التعامل فيها من كل نوع ، كما يوجد السماسرة الماليون والبيوت المالية الكبيرة مثل مورجان ستانلي

---

(٦٤) H.E. Dougal, and F.J. Corrigan, Op. Cit., pp. 226 - 227 .

(٦٥) F. Amling, Op. Cit., pp. 527 - 528 .

على سبيل المثال لا الحصر ، والعديد من الدوريات المالية المتخصصة مثل "The Financial Analysis Journal", "Financial Weekly", "Forbes", "Journal of Finance", "S & P's Records", "Barron's National", "Business Week", "Fortune Financial Management", "Corn & Fin.Chroncile", "Moody's Stock Survey", "The Wall Street Transcript", "The Institutional Investor", "The American Economic Review"
وهناك العديد من النشرات التي تصدرها كل من مؤسسة داو جونز ومؤسسة ستاندر وبورز(٦٦).

هذا فضلا عن المجلات الاكاديمية التي تصدرها الجامعات المختلفة كما تتوفر خدمات الحاسب الالي في هذا المجال "Computerized Data Sources" والتي تقدمها العديد من مراكز الابحاث وجمع المعلومات مثل "Chicago Centre for Research", "Investors Statistical Labour". كما تقدم مؤسسة S&P's شرائط الكمبيوتر "Magnetic Tapes" واشتهرت شرائط المعلومات المالية المسماة "COMPUSTAT" والتي يتم فيها عرض البيانات المالية بطريقة مختصرة ومفيدة وسريعة.

(١-٦-٧) <u>النقد الموجه لاهم هذه المؤشرات العالمية</u> : ان أهمية المؤشرات تكمن في أنها تقدم للمستثمر طريقة لتفهم الحقائق الاساسية للسوق ونوعا من التفكير الواضح ومهما كنت متفقا أو مختلفا مع نتائج مؤشر معين منها ، فانه تجدر الاشارة الى أنه اذا اقتنع وتحمس الكثيرون غيرك لمؤشر ما فسوف تكون اشارات هذا المؤشر محركا رئيسيا لسلوكهم وتصرفاتهم وهذا بالتالي سوف يؤثر عليك بأى شكل من

---

(٦٦) T.E. Johnson, <u>Investment Principles</u>, N.Y., Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1978, pp. 303 - 307 .

الاشكال[٦٧] ، وهذا هو الحادث فعلا في السوق الامريكية الآن حيث يتحمس الامريكيون كثيرا لمؤشر داو جونز بينما يعتبره بعض الكتاب مجرد متوسط حسابي عادى[٦٨] ، ويدافع عنه البعض الاخر بحجة أن التعديل المستمر لرقم قاسم هذا المتوسط جعل منه مؤشرا مناسبا ، كما أن هناك تساؤلا مستمرا ما هو أنسب هذه المؤشرات دلالة ، وبالطبع فانه من الصعوبة بمكان القول بأن هناك مؤشر معين مناسب لكل مستثمر في جميع الظروف والاحوال ، كل ما يمكن قوله أن مؤشر الداو جونز ليس متسعا بدرجة كافية كما أنه يعطي وزنا كبيرا للشركات ذات الاسهم مرتفعة القيمة ، فلقد تبين أن أربع شركات فقط وهي شركة Du Pont , Sears Roebuck, Procter & Gumble, Eastman Kodak, قد أثرت بوزن قدره ٣٤ ٠/٠ من رقم المؤشر في عام ١٩٧٣ ، كما انتقد مؤشر[٦٩] داو جونز للاسهم الصناعية لاهماله بعض قطاعات النشاط مثل قطاع صناعة الدواء وصناعة الادوات المكتبية ، وحتى يكون بالامكان نقد هذه المؤشرات بطريقة موضوعية ، فان هناك عنصرين يجب ملاحظتهما وهما هل التغيرات التي تحدث في كل من هذه المؤشرات متكافئة ؟ والى أى مدى تتحرك هذه المؤشرات سويا ؟ ان الشواهد تدل على أن التغيرات لم تكن بنفس النسبة بالضبط فعلى سبيل المثال في خلال الفترة من ديسمبر ١٩٨٠ الى أبريل ١٩٨١ كانت التغيرات في هذه المؤشرات الشهيرة كالتالي[٧٠] :

---

(٦٧) C. Hardy, Your Investments, Op. Cit., p. 47 .

(٦٨) R.A. Stevenson and E.H. Jening, Fundamental of Investment, N.Y., West Publishing Co., 1977, pp. 57-58.

(٦٩) J.W. Schultz, The Numbers Derby, "Forbes", August 1974, p. 59 .

(٧٠) H.E. Dougal and F.J. Corrigan, Op. Cit., p. 229 .

جدول رقم (٢)

التغيرات في أرقام بعض المؤشرات الهامة

	المؤشر	الحد الادنى	الحد الاعلى	التغير ٪
(١)	Dow Jones Industral	٧٣٠	١٠٣١	٤١ +
(٢)	Standard & Poor's 500	٩٤	١٤٢	٥١ +
(٣)	N.Y.S. Exchange	٥٤	٨١	٥٠ +
(٤)	AMEX	٢١٦	٣٧٠	٧١ +
(٥)	NASDAQ Composite	١٢٤	٢٢٣	٨٠ +

وهذا يوضح تخلف بعض هذه المؤشرات عن البعض الاخر ، وبالطبع ليست هذه هي السمة على الدوام ، ففي فترات أخرى سابقة أو لاحقة دلت الشواهد على وجود نتائج أخرى قد تختلف من حيث معدل التغير عن النتائج الموضحة لكن ما لوحظ على الدوام هو وجود تقارب الى حد كبير بين حركة هذه المؤشرات الثلاث الشهيرة الاولى وهي مؤشر الداو جونز ومؤشر ستاندرد وبورز ومؤشر بورصة نيويورك ، ومثل هذه النتيجة تدعم رأى بعض المحللين المتحمسين لمؤشر داو جونز في دفاعهم عنه باعتباره مؤشرا حقيقيا وليس فقط متوسطا عاديا كما يراه البعض الاخر من هؤلاء المحللين ، أما مؤشر AMEX ومؤشر NASDAQ فكانا متباعدين بدرجة أكبر وقد علل ذلك بأن مجموعة الاسهم التي يضمها كل من هذين المؤشرين هي من حيث درجة المخاطرة أكبر من مجاميع الاسهم التي تضمها المؤشرات الثلاث الاولى حيث يعني زيادة الفرق بين الحد الادنى والاعلى مزيدا من درجة المخاطرة علما بأن حجم الاسهم التي يضمها مؤشر داو جونز المركب رغم محدودية عدد شركاته

وهـو ٦٥ شركة فقط الا أنـها تمثل ٢٥ ٠/٠ من حـجـم الاسهم بالسوق ، كما يحتـوى مؤشر " $S \& P'^{S}_{500}$ " المركب على حـوالي $\frac{٣}{٤}$ حـجـم الأسهم بالسوق ، واخـتصارا كل ما يمكن قوله أن مؤشر داو جـونـز يمثل الـشركات الـكبيرة ذات الاسّهـم مرتفعة القيمة نسبيا ، بينما مؤشر S & P's يمثل السوق بدرجـــة أكبر ، أما المؤشرات الثلاث الاخـيرة فهي مؤشرات أوسع شمولا الا أنـهـــا لا تحـظـى بـاهـتمام كبير من المستثمر العادى وتحـظـى بـاهـتمام أكـبـر من الاقتصاديين ومحـللي الاستثمار على المستويات الاعلى .

كذلك ينتقد مؤشر S & P's ومؤشر بورصة نيويورك معا في أن كلا من هـذين الـرقمين يدخـل في اعتبـاره حـجـم الاسّهم في الشركات ، وعـلـى ذلك فـان خـمسة شركات فقط من الشركات الكبيرة وهـي شركة " General Motors " وشركة " Amercian Telephone & Telegraph " وشركة " Exxon " وشركة " Texaco " وشركة " I.B.M " قد أثرت بوزن قدره ٢٠ر١ ٠/٠ (٧١) في مؤشر $S \& P'^{S}_{425}$ للاسّهم الصـنـاعية وهـذه تمثل جـزءا من خـمسة وثمانـــون جــزءا أو ما يعادل ١ر١ ٠/٠ فقط من عدد الشركات التي يضـمها هـــــذا المؤشر ، كذلك بالنسبة لمؤشر بورصـة نيويورك فلقد وجـد أن ١ ٠/٠ فقط من عدد الشركات التي يضـمها هـذا المؤشر قد أثرت بوزن بلغ ٣٠ ٠/٠ ، كما وجـد أن ٥٠ شركة فقط قد مثلت أكثر من ٥٠ ٠/٠ من وزن هـذا المؤشر بينما بلغ عدد الشركات التي يمثلها هـذا المؤشر أكثر من ١٥٠٠ شـركة ، فضلا عن ذلك يعتقد بعض الكتاب (٧٢) أن اسقاط شركة مثل شركة I.B.M. والتي استبعدت من مؤشر داو جـونـز خـلال الفترة من عام ١٩٣٩ الى عـــام

---

(٧١) F.K. Reilly, Stock prices changes by Market segment, Financial Analysts Journal, Mar-April 1971, p. 54.

(٧٢) R.D. Milne, Op. Cit., p. 88.

١٩٨٢ جعل المؤشر خلال تلك الفترة تحت معدل التقدير لانّ هذه الشركة من أكبر الشركات الامّريكية من حيث درجة النمو ولقد قدر هؤلاء الكتاب التأثير الذى كان يمكن أن يحدث من بقاء هذه الشركة خلال الفترة من ١٩٣٩ الى ١٩٦٥ فقط بما يقدر من ضعف مستوى المؤشر الفعلي في عام ١٩٦٥ .

كذلك يجدر التنويه بأنه اذا ما تمت دراسة حركة سهم معين لشركة معينة وذلك بصفة منفردة فسوف نجد أن حركة هذا السهم بالطبع سوف تختلف عن الحركة الكاملة لمؤشر المجموعة ، لانّ حركة مؤشر المجموعة ما هي الا محصلة لحركات أسهم المجموعة كلها ، كما أن حركة المجموعات الفرعية الاصّغر داخل المؤشر النوعي الواحد قد تختلف أيضا ، فعلى سبيل المثال لا الحصر لقد درست(٧٣) حركة هذه المجموعات الفرعية خلال مدة ١٥ شهرا ابتداء من شهر مارس ١٩٨٣ حتى نهاية يزليز ١٩٨٤ ، وقد وجد أنه في حين ارتفع رقم S&P's 425 للشركات الصناعية بمقدار ٥١ ٠/٠ فان رقم أسهم الشركات الكيماوية وهي احدى مكونات هذا الرقم لم يرتفع الا بمقدار ٢٤ ٠/٠ فقط ، أما اذا ما انتقلنا الى مجموعات فرعية أخرى أصغر فسوف نجد اختلافا كبيرا فقد ارتفع رقم أسهم شركات المستشفيات وهي احدى مجموعات شركات الخدمات في نفس هذه الفترة بمقدار ١٣٠ ٠/٠ ، من هنا يتضح مدى التفاوت الكبير ، ولذا فان الرد على التساؤل الخاص بأنسب هذه المؤشرات بالنسبة لمستثمر معين هو أن هذا الموضوع تعود الاجابة عليه لامّور معقدة كثيرة ، تتعلق بالظروف الخاصة بكل مستثمر على حدة ، وطريقة تكوينه لمحفظته كما قد يتضمن ذلك سياساته وأهدافه من

---

(٧٣) H.E. Dougal, and F.J. Corrigan, Op. Cit., p. 229.

الاستثمار ، وذلك حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر أنسب له من المؤشر الآخر ، كما أنه لا يوجد من الشواهد حتى الآن ما يدل على أن طريقة التمثيل بالقيمة السوقية الاجمالية لاسهم الشركات أنسب من طريقة التمثيل بالقيمة السوقية للسهم الواحد الخاص بكل شركة والتي يتبعها مؤشر الداو جونز مع وجود تلك الخصائص وطرق التعديل التي يتميز بها هذا المؤشر الاخير ، كما أن هناك العديد من الدراسات(٧٤) التي أشارت الى أن هذه المؤشرات الثلاثة الشهيرة تسير في الاغلب سويا وفي خطوط متوازية تقريبا ، وعموما يمكن القول بأن المستثمر العادى يفضل مؤشر داو جونز ، بينما يفضل مديرو المحافظ الاستثمارية مؤشر S & P's لانه من وجهة نظرهم أكثر استقرارا وأقل دورانا وأوسع شمولا ، أما المؤشرات الاخرى مثل مؤشر بورصة نيويورك ومؤشر الاسهم الامريكية فيهتم بها أكثر المحللين ودارسي الاستثمار على المستويات الاقتصادية الكلية .

---

(٧٤) R. Stevenson, and E. Jennings, Op. Cit., p. 59 .

الجزء الثاني ـ انشاء مؤشر مالي لاسهم المملكة العربية السعودية

تمهيد : ان المرحلة الحالية التي تعيشها المملكة اليوم بعد الانتهاء من بناء التجهيزات الاساسية وتقلص حجم الانفاق الحكومي نتيجة لذلك ، ومن ثم تقلص فرص الاعمال المتاحة للمنشآت الصغيرة تتطلب الاتجاه نحو تدعيم الشركات المساهمة ، وذلك ليس باعتبارها قطاعا هاما من قطاعات الاقتصاد الوطني في المملكة ومن أهم العلامات البارزة في مسيرتها نحو التنمية الاقتصادية فحسب ، بل لان هذه الشركات هي أهم الاشكال العامة للوحدات الاقتصادية الكبيرة ، والنموذج المفضل من شركات الاموال الذى يصلح لتنفيذ المشروعات الهامة أو للقيام باستثمار رؤوس أموال ضخمة ، كذلك فانها في نفس الوقت أيضا من أهم الوسائل التي تعمل على توسيع قاعدة المشاركة في العملية الانمائية ، حيث تتميز بالقدرة على جذب الاموال والمدخرات الصغيرة وتجميعها لتنفيذ خطط وبرامج التنمية ، وذلك فضلا عن كونها أحد الاشكال الهامة التي تتمشى مع ما تقضي به الشريعة الاسلامية ، وتتفق مع النظام العام الذى تسير عليه المملكة والذى لايقر الفوائد الربوية ولا يسمح بالحصول على عائد دون المشاركة في تحمل الخسارة في حالة حدوثها ، كما أنها أوضح صور التجميع الوطني لعنصرى رأس المال والعمل في سبيل تحقيق التنمية الاقتصادية والازدهار للمجتمع الاسلامي .

ومن هذا المنطلق يتضح لنا مدى أهمية الدور الذى يمكن أن تقوم به مثل هذه الشركات ، وضرورة تدعيمها ومساندتها بكافة الاساليب الممكنة والتي من أهمها زيادة الوعي بالدور الاستثمارى الذى يمكن أن تقوم به ، وبالطبع فمن المتعذر قيام هذه الشركات

الجزء الثاني ـ انشاء مؤشر مالي لأسهم المملكة العربية السعودية

تمهيد : ان المرحلة الحالية التي تعيشها المملكة اليوم بعد الانتهاء من بناء التجهيزات الأساسية وتقلص حجم الانفاق الحكومي نتيجة لذلك ، ومن ثم تقلص فرص الأعمال المتاحة للمنشآت الصغيرة تتطلب الاتجاه نحو تدعيم الشركات المساهمة ، وذلك ليس باعتبارها قطاعا هاما من قطاعات الاقتصاد الوطني في المملكة ومن أهم العلامات البارزة في مسيرتها نحو التنمية الاقتصادية فحسب ، بل لأنّ هذه الشركات هي أهم الاشكال العامة للوحدات الاقتصادية الكبيرة ، والنموذج المفضل من شركات الأموال الذى يصلح لتنفيذ المشروعات الهامة أو للقيام باستثمار رؤوس أموال ضخمة ، كذلك فانها في نفس الوقت أيضا من أهم الوسائل التي تعمل على توسيع قاعدة المشاركة في العملية الانمائية ، حيث تتميز بالقدرة على جذب الأموال والمدخرات الصغيرة وتجميعها لتنفيذ خطط وبرامج التنمية ، وذلك فضلا عن كونها أحد الاشكال الهامة التي تتمشى مع ما تقضي به الشريعة الاسلامية ، وتتفق مع النظام العام الذى تسير عليه المملكة والذى لايقر الفوائد الربوية ولا يسمح بالحصول على عائد دون المشاركة في تحمل الخسارة في حالة حدوثها ، كما أنها أوضح صور التجميع الوطني لعنصرى رأس المال والعمل في سبيل تحقيق التنمية الاقتصادية والازدهار للمجتمع الاسلامي .

ومن هذا المنطلق يتضح لنا مدى أهمية الدور الذى يمكن أن تقوم به مثل هذه الشركات ، وضرورة تدعيمها ومساندتها بكافة الأساليب الممكنة والتي من أهمها زيادة الوعي بالدور الاستثماري الذى يمكن أن تقوم به ، وبالطبع فمن المتعذر قيام هذه الشركات

بمثل هذا الدور المهم والبارز في غياب المعلومات المالية الهامة والتحليلات الاحصائية اللازمة، والتي لا يمكن توفيرها بدون وجود المؤشرات المالية لاداء هذه الانشطة الاقتصادية، لانّ الربح في ظل الاقتصاد الحر يبقى هو دائما الحافز والموجه، ووجود مشروع معين يحقق أرباحا أعلى من مشروع آخر فان المشروع الاوّل يكون مفضلا عن هذا المشروع الاخّر ، ومن هنا يكون العائد مقياسا هاما للاداء ومؤشرا جيدا للتقويم ، والعائد هنا بالنسبة للاسّهم العادية يتكون في حقيقته من جزئين ، جزء يمثله العائد الدورى وجزء آخر يمثله العائد الرأسمالي الناتج عن التغير في القيمة السوقية للسهم ، وعلى ذلك يظهر لنا مدى أهمية المؤشرات المالية كأداة تأشيرية هامة تعين المستثمر على اتخاذ القرار الاستثمارى المناسب ، سواء كان ذلك في شأن النشاط الاقتصادى الذى يرغب الاستثمار فيه أو كان ذلك في شأن توزيع محفظته بين أوجه ذلك النشاط المعين .

وتجدر الاشارة هنا الى أن السنوات الاخيرة قد شهدت فعلا اقبالا متزايدا من المواطنين على الاكتتاب في أسهم الشركات المختلفة، وفي الحلول محل الحكومة في تملك بعض الشركات الهامة الاخرى التي طرحت أسهمها للتملك من قبل المواطنين ، وهذا ان دل على شيء فانما يدل على حدوث تطور كبير في الوعي الاستثمارى لدى جمهور المستثمرين بالمملكة، وأنه يجب تدعيم مثل هذا الوعي وهذا الاتجاه الايجابي بكل ما هو ممكن من آساليب ووسائل موضوعية، وأهم هذه الاسّاليب وهذه الوسائل بالطبع هو توفير المؤشرات المالية للاداء ، ومن هنا يكون هدفنا في هذا الجزء من البحث هو توضيح مجالات الانشطة الاستثمارية المختلفة بالمملكة، وتوفير المعلومات المالية اللازمة للمستثمر السعودى لمساعدته على اتخاذ قراره الاستثمارى على

أسس موضوعية وكمية واضحة وذلك من خلال المؤشرات المالية التي يمكن أن يسترشد بها في مثل هذا السبيل .

(٢-١) الاطار العام للشركات في المملكة العربية السعودية :

تتمثل الاشكال القانونية للشركات في المملكة طبقا للصور الستة المشهورة المتعارف عليها بالنسبة للشركات عموما ، وهي شركة التضامن وشركة التوصية البسيطة وشركة المحاصة وشركات التوصية بالاسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات المساهمة ، وبالطبع فان بعض هذه الشركات ما يكون للاشخاص الاعتبار الاول في تكوينها وهذه يطلق عليها شركات الاشخاص ، ومنها ما لا يكون لشخص الشريك أى اعتبار وهذه هي شركات الاموال ، وأوضح صورها الشركات المساهمة ، ومن هذه الشركات ما يحتل مركزا وسطا بين شركات الاشخاص وشركات الاموال مثل شركة التوصية بالاسهم ، فانها تعتبر من شركات الاشخاص بالنسبة للشركاء المتضامنين ، ومن شركات الاموال بالنسبة للشركاء المساهمين ، كما أن الشركات ذات المسؤولية المحدودة تشبه شركات الاشخاص من حيث الاعتبار الشخصي كما تشبه الشركات المساهمة من حيث تحديد المسؤولية طبقا لحصة كل شريك ، وطبقا لاهداف هذا البحث فان تركيزنا هنا سيكون على الشركات المساهمة فقط ، لقد بلغ عدد الشركات جميعا بأنواعها المختلفة ما يقارب ٦٠٠٠ شركة كما بلغ جملة رأس مالها ٦١٫٥ بليون ريال ، في حين بلغ عدد الشركات المساهمة ٥٣ شركة ورأس مالها ٤٠ بليون ريال ، وهذا يمثل $\frac{٢}{٣}$ اجمالي رأس مال الشركات جميعا تليها الشركات ذات المسؤولية المحدودة والتي بلغ رأس مالها ١٧٫٤ بليون ريال ، ويلاحظ في المملكة أنه لم يعد هناك أى وجود للشركات الاجنبية الخالصة بعد عام ١٤٠٤ هـ ويوضح الجدول

التالي الانواع المختلفة من هذه الشركات ورأس مال كل مجموعة منها .

جدول رقم (٣)

الشركات المختلفة بالمملكة وجملة رأس مالها في عام ١٤٠٥ هـ (٧٥)

نوع الشركة	العدد	رأس المال بملايين الريالات	النسبة المئوية لرأس المال
١- الشركات المساهمة	٥٣	٤٠١٩٧	٦٥ر٣٨
٢- الشركات ذات المسؤولية المحدودة	٣٢٤٩	١٧٣٨٩	٢٨ر٢٨
٣- شركات التضامن	٢٠٩٨	٢٤٥١	٤ر٠٠
٤- شركات توصية بسيطة	٥٨٦	١٤٣٤	٢ر٣٤
٥- شركات توصية بالاسهم	١٠	٧	ر٠٠١
المجموع	٥٩٩٦	٦١٤٧٨	١٠٠ر -

(٢-٢) تطور الشركات المساهمة في المملكة :

لقد تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة وهي الشركة العربية للسيارات في عام ١٣٥٤ هـ الموافق ١٩٣٤ م أى منذ أكثر من ٥٠ عاما برأس مال قدره ٢١ مليون ريال ثم أصبح مجموع الشركات المساهمة ستة فقط في عام ١٣٧٤ هـ ورأس مالها ٩٤٣ مليون ريال ، كما بلغ عدد الشركات ١٧ شركة في عام ١٣٨٤ هـ ومجموع رأس مالها ٢٩٥٥ مليون ريال ، أما في عام ١٣٩٤ هـ فقد تطور عدد الشركات وبلغ ٥٤ شركة ومجموع رؤوس أموالها

---

(٧٥) دليل الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية - ادارة البحوث - الغرفة التجارية الصناعية بالرياض - ١٤٠٧ هـ - ص ١٤ .

٦٠٠٩ مليون ريال وفي عام ١٤٠٠ هـ[٧٦] بلغ مجموع الشركات ٩٨ شركة رؤوس أموالها ٣٣٦٣٤ مليون ريال كما بلغ عدد الاسهم ١٨٦٫٦ مليون سهم ، من بينها شركات كبيرة كالشركة السعودية للصناعات الاساسية (سابك) ورأس مالها ١٠ بليون ريال ، وفي نهاية ١٤٠٤ هـ بلغ عدد الشركات المساهمة في المملكة ٥٣ شركة بعد دمج العديد من الشركات الصغيرة وخاصة في مجال الكهرباء وبلغ مجموع رؤوس أموالها ـ ٤٠٫ بليون ريال كما بلغ عدد أسهمها ٤٠٧ مليون سهم ، هذا علاوة على وجود ٥ شركات أخرى تحت التأسيس قاربت استكمال مراحل تأسيسها النهائية بالاضافة الى مساهمة المملكة في تأسيس ٥ شركات عربية مختلطة أخرى بالاشتراك مع بعض الدول العربية .

وقد توزعت رؤوس الاموال بين مجالات الانشطة الاقتصادية المختلفة بالمملكة حيث استحوذ مجال الكهرباء على الجزء الاكبر من هذه الاموال بنسبة ٥٥ ٠/٠ ، يليه مجال النشاط الصناعي بنسبة ٢٨ ٠/٠ ويشمل ذلك صناعة الاسمنت والصناعات التحويلية والبترولية الاخرى ، ثم أنشطة النقل والخدمات بنسبة ١٠ ٠/٠ ، فالشركات المالية بنسبة ٤ ٠/٠ ثم الشركات الزراعية بنسبة ٣ ٠/٠ والجدول التالي يوضح توزيع رأس المال وعدد الاسهم في كل مجال منهما[٧٧] .

---

(٧٦) بورصة الاوراق المالية وأهميتها في خدمة الشركات المساهمة ـ ادارة البحوث ـ الغرفة التجارية الصناعية بالرياض ـ مطابع الشريف ـ ١٩٨٠ م ـ ص ٨١ .

(٧٧) دليل الشركات المساهمة في المملكة ـ مرجع سابق ـ ص ٢٥ .

جدول رقم (٤)

الشركات المساهمة في المملكة عام ١٤٠٥ هـ

اسم القطاع	عدد الشركات	النسبة المئوية	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية	عدد الاشهم (بالالاف)	النسبة المئوية	العمالة	النسبة المئوية
١- الشركات المالية	١٠	١٨ر٨	١٨٠٠	٤ر٤٧	١٧٥٥٠	٤ر٣٢	١٦٢٠٤	٢٤ر٨٥
٢- شركات الكهرباء	١٠	١٨ر٨	٢٢٠٠٨	٥٤ر٧٥	٢٣٧١٩٩	٥٨ر٣٥	٢٧٤٣٤	٤٢ر٠٧
٣- شركات الاشمنت	٨	١٥ر٢	٥٠٣٨	١٢ر٥٣	٦١٨٥٠	١٥ر٢٢	٥٦٣٨	٨ر٦٥
٤- شركات النقل والخدمات	٨	١٥ر٢	٤١٨٢	١٠ر٤١	٥٤٢٣١	١٣ر٣٤	١٢١٠	١ر٨٦
٥- الشركات الصناعية (تحويلية وبترولية)	١٢	٢٢ر٦	٦٠٤٤	١٥ر٠٤	٢٠٧٠٠	٥ر٠٩	٤٧٨٦	٧ر٣٤
٦- الشركات الزراعية	٥	٩ر٤	١١٢٥	٢ر٨٠	١٥٠٠٠	٣ر٦٨	٩٩٢٩	١٥ر٢٣
المجموع	٥٣	١٠٠	٤٠١٩٧	١٠٠	٤٠٦٥٣٠	١٠٠	٦٥٢٠١	١٠٠

المرجع – دليل الشركات المساهمة في المملكة – مرجع سابق – ص ٢٥

(٢-٣) المجالات المتاحة للاستثمار عن طريق الاسّهم العادية بالمملكة :

ان المجالات المتاحة للاستثمار عن طريق الاسّهم العادية في المملكة هي مجالات متعددة ، من هذه المجالات قطاع الشركات المالية والقطاع الصناعي والقطاع الزراعي وقطاع الخدمات والنقل وقطاع الاستثمارات العامة ، وتفصيلها على الوجه التالي :

(٢-٣-١) في مجال الشركات المالية : يوجد احدى عشر مصرفا تجاريا كبيرا عشرة مصارف منها تأخذ شكل شركات مساهمة ، وتقوم هذه المصارف التجارية بدور هام نحو حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها للمجالات التي تخدم أهداف التنمية ، كما تقوم مؤسسة النقد العربي السعودى باعتبارها البنك المركزى بتوجيه السياسات النقدية والائتمانية ، ولقد بلغت التسهيلات الائتمانية التي قدمتها هذه المصارف التجارية ٦ر٦١ بليون ريال في عام ١٤٠٤/١٤٠٥ هـ . ويوضح الجدول رقم (٥) التالي[٧٨] أهم بيانات الشركات المالية المساهمة .

(٢-٣-٢) في المجال الصناعي والزراعي : في المجال الصناعي لقد قامت المملكة بانجاز معظم هياكل البنية الاسّاسية اللازمة لانطلاق التصنيع من شبكات نقل متطورة تشمل الطرق البرية والموانىء البحرية ، كما تشمل اصدار أنظمة خاصة لتشجيع الصناعة الوطنية ومنحها أفضلية في المشتريات الحكومية وتوفير المناخ المناسب لها للمنافسة البناءة ، ولقد بلغت الاستثمارات الحكومية واستثمارات القطاع الخاص في مجال الصناعة ١٢٨ بليون ريال في عام ١٤٠٤/١٤٠٥ هـ ، ونحو ١٧٨٥ مصنعا تشمل الصناعات الغذائية وصناعة المنسوجات

---

(٧٨) المرجع السابق ـ ص ٣١ .

جدول رقم (٥)

الشركات المالية المساهمة

اسم الشركة المالية	تاريخ الانشاء أو السعودة	القيمة الاسمية للسهم (بالريال)	عدد الاسهم (بالالف)	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية
١) بنك الرياض	١٣٧٧ هـ	١٠٠٠	٥٠	٥٠	٢ر٧٨
٢) بنك الجزيرة	١٣٩٦ هـ	١٠٠	١٠٠٠	١٠٠	٥ر٥٦
٣) البنك السعودى للاستثمار	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٩٠٠	٩٠	٥ر –
٤) البنك السعودى الهولندى	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٢١٠٠	٢١٠	١١ر٦٧
٥) البنك السعودى الفرنسي	١٣٩٨ هـ	١٠٠	٢٠٠٠	٢٠٠	١١ر١١
٦) البنك السعودى البريطاني	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠	١٦ر٦٧
٧) بنك القاهرة السعودى	١٤٠٠ هـ	١٠٠	١٥٠٠	١٥٠	٨ر٣٣
٨) البنك العربي الوطني	١٤٠٠ هـ	١٠٠	١٥٠٠	١٥٠	٨ر٣٣
٩) البنك السعودى الامريكي	١٤٠١ هـ	١٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠	١٦ر٦٧
١٠) البنك السعودى التجارى المتحد	١٤٠٣ هـ	١٠٠	٢٥٠٠	٢٥٠	١٣ر٨٨
المجموع			١٧٥٥٠	١٨٠٠	١٠٠

المرجع – دليل الشركات المساهمة – المرجع السابق – ص ٣١

والملابس الجاهزة وصناعة الورق والصيني والخزف والزجاج ومواد البناء والصناعات المعدنية والكيماوية ، ويعتبر قطاع البناء من أكبر القطاعات الصناعية المنتجة في المملكة ، فقد بلغ عدد مصانعها ٤٨٦ مصنعا واجمالي استثماراته ١٦ر٨ بليون ريال ، ثم قطاع الصناعات المعدنية ، وقد بلغ عدد مصانعه ٥٠٠ مصنع واجمالي استثماراته ١٠ بليون ريال ، ثم قطاع الصناعات الكيماوية ، ولقد تمكنت صناعة مواد البناء من سد معظم احتياجات السوق المحلية وخاصة من الاسمنت ، ورحب القطاع الصناعي بالمستثمر الاجنبي شريكا في هذا القطاع وبلغت نسبة هذه المشاركة ٣٧ ٠/٠ بما يساوى ١١ بليون ريال وذلك في عام ١٤٠٤/١٤٠٥ هـ ، كما قد بلغ عدد الشركات المساهمة في قطاع الصناعات(غير شركات الاسمنت)١٢ شركة ومجموع أسهمها ٢٠ر٧ مليون سهم[(٧٩)] موزعة طبقا للجدول التالي (رقم (٦)٠ أما شركات الاسمنت فلقد بلغ عددها ثماني شركات[(٨٠)] ومجموع رؤوس أموالها ٥١٠٨ مليون ريال والجدول التالي (رقم ٧) يوضح بيانات هذه الشركات المساهمة٠

فاذا ما انتقلنا للقطاع الزراعي بالمملكة فسوف نجد أن هناك العديد من الاسباب التي تؤيد وجهة النظر القائلة بأن هناك فرص جديدة للاستثمار في هذا القطاع ، حيث تستورد المملكة أكثر من نصف استهلاكها من الغذاء ، ومن المنتظر أن يزيد هذا الاستهلاك مع زيادة السكان ، وعلى ذلك فان الانتاج الزراعي في المملكة سيكون بالدرجة الاولى من النوع البديل للاستيراد والغير متأثر بالمشاكل المرتبطة بالتصدير ، كما أن هناك فرص استثمار لتطوير صناعة الاسماك ويساعد طول سواحل المملكة على نجاح مثل هذا النوع من

---

(٧٩) النشرة المالية ـ بنك الرياض ـ الرياض ـ ١٩٨٦ م ٠

(٨٠) دليل الشركات المساهمة ـ المرجع السابق ـ ص ١٥٩ ٠

جدول رقم (٦)

الشركات المساهمة للصناعات التحويلية والبترولية

اسم الشركة	تاريخ الانشاء	القيمة الاساسية للسهم	عدد الاسهم (بالالف)	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية لرأس المال
١ – الشركة السعودية للصناعات الاساسية (سابك)	١٣٩٧ هـ	١٠٠	١٠٫٠٠٠	٥٠٠٠	٨٢٫٦٦
٢ – الجبس الاهلية	١٣٧٨ هـ	١٠٠	٧٢٠	٧٢	١٫٢
٣ – الخزف السعودية	١٣٩٨ هـ	١٠٠	١٥٠٠	١٥٠	٢٫٤٨
٤ – السعودية للزيوت والسمن	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٩٠٠	٩٠	١٫٤٨
٥ – الاسمدة العربية	١٣٨٥ هـ	١٠٠	١٠٠٠	١٠٠	١٫٦٥
٦ – الغاز والتصنيع	١٣٨٣ هـ	١٠٠	٥٠٠٠	٥٠٠	٨٫٢٦
٧ – المصافي العربية	١٣٧٩ هـ	٥٠	٤٠٠	٢٤	٫٤
٨ – العربية لتجارة المواد البترولية	١٣٨٠ هـ	٥٠	١٢٠	٦	٫١
٩ – الحفر العربية	١٣٩٨ هـ	١٠٠	٢٠٠	٢٠	٫٣٣
١٠– بترومين للزيوت	١٣٨٨ هـ	١٠٠	١٥٥	١٥٫٥	٫٢٥
١١– العربية للانشاءات البحرية	١٣٩٠ هـ	١٠٠	٥	٫٥	٫٠٠٨
١٢– مصفاة جدة للبترول	١٤٠٢ هـ	١٠٠	٧٠٠	٧٠	١٫٢
المجموع			٢٠٫٧٠٠	٦٠٤٨	١٠٠

المرجع – دليل الشركات المساهمة – مرجع سابق – ص ١٥٩

الاستثمار كما أن تعليب التمور[٨١] وزراعة قصب السكر وانتاج السكر هو من الصناعات الزراعية المتاحة حيث تقدر المساحة الصالحة للزراعة في المملكة حاليا بمقدار ٥ مليون هكتار والمستغل منها ٢ر٣ مليون هكتار فقط ، ولقد زاد حجم الاموال المستثمرة في المشروعات الحيوانية كما زاد انتاج القمح من درجة تجاوز الاكتفاء الذاتي الى التصدير ، وعموما فان للقطاع الزراعي دورا متزايدا في الاقتصاد السعودى وهو من القطاعات المهمة في تنويع مصادر الانتاج والدخل كما يلعب هذا القطاع دورا رئيسيا في استيعاب ٢٠ ٠/٠ من حجم القوى العاملة في المملكة[٨٢] ، ولقد زادت حجم الاستثمارات في هذا القطاع ونشأت الشركات المساهمة الكبيرة التي تمثلت في ٥ شركات مجموع رؤوس أموالها المدفوعة ١١٢٥ مليون ريال[٨٣] موزعة على ١٥ مليون سهم طبقا للجدول التالي رقم (٨)٠

(٢-٣-٣) <u>في قطاع النقل والخدمات</u> : أما قطاع النقل والخدمات ، فان هذا القطاع يشمل بالاضافة الى شركات الكهرباء كلا من تجارة الجملة والتجزئة والفنادق والنقل والتخزين والمواصلات والخدمات العقارية ، وقد بلغ عدد الشركات المساهمة السعودية العاملة في مجال النقل والخدمات من غير شركات الكهرباء ٨ شركات وجملة رأس المال المدفوع ٤١٨٢ مليون ريال موزعة على ٥٤ر٢٣١٢٤٠ مليون سهم طبقا للجدول رقم (٩) ٠

---

(٨١) دليل الاستثمار الزراعي في المملكة العربية السعودية - وزارة الزراعة - الرياض - ١٩٧٩ - ص ١٢٧ - ١٢٩ ٠

(٨٢) د٠ يحي محمد حسن - <u>الصناعات الغذائية والالبان</u> - كلية الزراعة - جامعة الملك سعود - الرياض - المجلد السادس - ١٩٧٩ ص ٣٣ ٠

(٨٣) دليل الشركات المساهمة - المرجع السابق - ص ٢١٢ ٠

جدول رقم (٧)

"الشركات المساهمة للاشمنت في المملكة"

اسم الشركة	سنة الانشاء	القيمة الاساسية للسهم بالريال	عدد الاسهم (بالالف)	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية لرأس المال
١- شركة الاشمنت العربية المحدودة	١٣٧٦ هـ	١٠٠	١٠٥٠٠	٦٠٠	١١ر٨
٢- شركة الاشمنت السعودية	١٣٧٧ هـ	١٠٠	٨٤٠٠	٧٣٥	١٤ر٤
٣- شركة أسمنت اليمامة	١٣٧٩ هـ	١٠٠	٧٥٠٠	٧٥٠	١٤ر٦
٤- شركة أسمنت القصيم	١٣٩٨ هـ	١٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠	٥ر٨
٥- شركة أسمنت المنطقة الجنوبية	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٧٠٠٠	٧٠٠	١٣ر٧
٦- شركة أسمنت ينبع	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٧٠٠٠	٥١٤	١٠ر٢
٧- الاشمنت العربي البحريني	١٤٠١ هـ	١٠٠	١٢٠٠٠	٨٦٤	١٦ر٩
٨- الشركة السعودية الكويتية لصناعة الاشمنت	١٤٠٣ هـ	١٠٠	٦٤٥٠	٦٤٥	١٢ر٦
المجموع			٦١ر٨٥٠	٥١٠٨	١٠٠

المرجع - دليل الشركات المساهمة - مرجع سابق - ص ١٥٩

جدول رقم (٨)

الشركات المساهمة الزراعية

اسم الشركة	تاريخ الانشاء	القيمة الاساسية للسهم (بالريال)	عدد الاسهم (بالالف)	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية لرأس المال
١ـ الشركة الوطنية للتنمية الزراعية	١٣٩٨ هـ	١٠٠	٤٠٠٠	٣٨١	٣٣ر٥١
٢ـ شركة حائل للتنمية الزراعية	١٤٠٥ هـ	١٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠	٢٦ر٣٨
٣ـ شركة تبوك للتنمية الزراعية	١٤٠٤ هـ	١٠٠	٢٠٠٠	١٩٣	١٦ر٩٧
٤ـ شركة القصيم للتنمية الزراعية	غير مبين	١٠٠	٥٠٠٠	١٦٣	١٤ر٣٤
٥ـ الشركة السعودية للاسماك	١٤٠١ هـ	١٠٠	١٠٠٠	١٠٠	٨ر٨٠
المجموع			١٥٠٠٠	١١٣٧	١٠٠

المرجع ـ دليل الشركات المساهمة ـ مرجع سابق ص ٢١٢

فاذا ما انتقلنا لشركات الكهرباء فسوف نجد أنها تمثل وزنا كبيرا في قطاع النقل والخدمات وقد بلغ عدد هذه الشركات بعد الدمج ١٠ شركات[٨٥] وجملة عدد أسهمها ٢٣٧ر٢٥٥ مليون سهم ورأس المال المدفوع ٢٢٠١٠ر٨ مليون ريال موزعة طبقا للجدول رقم (١٠) .

هذا وتجدر الاشارة الى أن الشركات المساهمة في قطاع الكهرباء قد حظيت باهتمام خاص من الدولة حيث كان الهدف هو تقديم الخدمة الكهربائية لجميع مراكز النمو السكانية والصناعية والزراعية ، وأن الشركات الكبرى الخمس قد حققت خسارة قدرها ٣١٥٨ر٢ مليون ريال في عام ١٤٠٢ هـ ، كما أن أرباح الاسهم المقررة طبقا للضمان الحكومي بالحصول على عائد ١٥ ٠/٠ كانت ٥٧٥ مليون ريال وعلى ذلك كانت جملة الاعانة المطلوبة من الدولة في تلك السنة هي ٣٧٣٣ر٢ مليون ريال[٨٦]. ويجدر التنويه هنا الى أن هذا المبلغ يعادل ٢١٨ر٩ ٠/٠ من مجموع ايرادات هذه الشركات حيث بلغت جملة الايرادات في هذه السنة ١٧٠٥ مليون ريال ، وأن الضمان الحكومي للعائد قد أصبح الآن ١٠٪ ، كما كان نصيب الكيلووات/ساعة في المتوسط هو ١١ر٩ هلله ، وقد تفاوتت التكلفة طبقا للعنصر المكاني بين شركة وأخرى فقد بلغت ٥٧ر٤ هلله بالنسبة لشركة كهرباء الجنوب ، ١٧ر٩ هلله بالنسبة لشركة كهرباء المنطقة الوسطى أما كهرباء الغربية فكانت التكلفة ٩ هلله وكهرباء الشرقية ٨ر٥ هلله فقط ، كذلك يلاحظ أن مقدار الاعانة السنوية قد تضاعف ١٦ مرة خلال ست سنوات ، ٢٢ مرة خلال سبع سنوات حيث كان مقدار

---

(٨٥) النشرة المالية لبنك الرياض ـ مرجع سابق .

(٨٦) تقييم الاداء الاقتصادى للشركات العاملة في قطاع الكهرباء ـ الغرفة التجارية الصناعية بالرياض ـ ادارة البحوث ـ ١٤٠٤ هـ ـ

جدول رقم (٩)

الشركات المساهمة للنقل والخدمات غير شركات الكهرباء

اسم الشركة	تاريخ الانشاء	القيمة الاسمية للسهم (بالريال)	عدد الاسهم (بالالف)	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية لرأس المال
١ـ الشركة السعودية للنقل الجماعي	١٣٩٩ هـ	١٠٠	١٠ر٠٠٠	١٠٠٠	٢٣ر٩١
٢ـ الشركة الوطنية للنقل البحرى	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٢٠ر٠٠٠	١٢٥٠	٢٩ر٨٩
٣ـ شركة نقل وتجارة المواشي	١٤٠١ هـ	١٠٠	٥ر٠٠٠	٣٠٩	٧ر٣٩
٤ـ الشركة السعودية للفنادق	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٥ر٠٠٠	٥٠٠	١١ر٩٥
٥ـ عسير للتجارة والسياحة	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٢٣١ر٢٤٠	٢٣	ر٥٥
٦ـ العقارية السعودية	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٦ر٠٠٠	٦٠٠	١٤ر٣٥
٧ـ تهامة للاعلان والتسويق	١٣٩٥ هـ	١٠٠	٢ر٠٠٠	٢٠٠	٤ر٧٨
٨ـ السعودية لخدمة السيارات	١٤٠٣ هـ	١٠٠	٦ر٠٠٠	٣٠٠	٧ر١٨
المجموع			٥٤ر٢٣١٢٤٠	٤١٨٢	١٠٠

المرجع ـ دليل الشركات المساهمة ـ مرجع سابق

جدول رقم (١٠)

الشركات المساهمة للكهرباء

اسم الشركة	تاريخ الانشاء	القيمة الاساسية للسهم (بالريال)	عدد الاسهم (بالالف)	رأس المال المدفوع (مليون ريال)	النسبة المئوية لرأس المال
١ ـ كهرباء الشرقية	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٤١٧٦٠	٤١٧٦	١٨ر٩٧
٢ ـ كهرباء الوسطى	١٣٩٩ هـ	١٠٠	٨٠٠٠٠	٦٩١٥	٣١ر٤٢
٣ ـ " الجنوبية	١٤٠١ هـ	١٠٠	٣٨٥٥٨	٣٨٥٥	١٧ر٥٢
٤ ـ " الغربية	١٤٠٢ هـ	١٠٠	٧٦٢٧٧	٧٠٢٨	٣١ر٩٣
٥ ـ " عرعر	١٣٨٩ هـ	٥٠	٣٠٠	١٥	٠٧ر
٦ ـ " تبوك	١٣٩٢ هـ	١٠٠	٦٠	٦	٠٣ر
٧ ـ " رفحاء	١٣٩٣ هـ	٥٠	٨٠	٤	٠٢ر
٨ ـ " دومة الجندل والجوف	١٣٩٤ هـ	١٠٠	٢٠٠	١٠	٠٥ر
٩ ـ " حقل وضواحيها	١٣٩٦	١٠٠	٥ر٣٦	٠ر٥٣٦	٠٠٢٥ر
١٠ـ "تيماء وضواحيها	١٣٩٧	١٠٠	١٤ر٤	١ر٤٤	٠٠٦٥ر
المجموع			٢٣٧ر٢٥٥	٢٢٠١٠ر٨	١٠٠

المرجع ـ دليل الشركات المساهمة ـ مرجع سابق

الاعانة ١٦٥ مليون ريال فقط في عام ١٣٩٥ هـ ، وقد بلغت ٢٦٣٩ مليون ريال في عام ١٤٠١ هـ ، كما تجاوزت ٣٧٣٣ مليون ريال في عام ١٤٠٢ هـ كما سبق التنويه.

(٢-٤) تداول الاسهم في المملكة العربية السعودية :

ان النهضة الحديثة التي أخذت المملكة بأسبابها والتي شملت كافة نواحي الحياة ، كان لها أثرها الكبير في ظهور الشركات المساهمة واتساع نطاقها وشمولها لكافة أوجه النشاط المالي والتجارى والصناعي ، وازاء تزايد عدد هذه الشركات المساهمة بدت الحاجة ملحة الى وجود لوائح واجراءات تنظم عملية تداول الاوراق المالية ، ولقد صدرت لائحة تنظم ذلك بقرار مجلس الوزراء رقم ١٨٥ لعام ١٣٨٥ هـ ، ونظرا لعدم وجود سوق مالية عامة لتداول الاوراق المالية في المملكة ، لذلك فقد كانت الاسهم التي يرغب حائزها في البيع أن يعلن عن رغبته هذه في احدى الصحف المالية أو يتقدم بأسهمه الى أحد المصارف التي تتعامل في بيع وشراء الاوراق المالية والتي تقوم بدور الوسيط بين البائع والمشترى مقابل عمولة ، أو يقدم هذه الاسهم لاحد مكاتب بيع وشراء الاسهم ، وعلى ذلك كان يتم اللقاء بين البائع والمشترى عن طريق أى من هذه الاساليب الثلاثة ، ويذهب الطرفان بعد ذلك للشركة المساهمة حيث يتم تسجيل وانتقال ملكية الاسهم ، وبالطبع فان هذا النظام كان قاصرا عن مواكبة التطور لاسباب عديدة (٨٧) منها :

---

(٨٧) بورصة الاوراق المالية وأهميتها في خدمة الشركات المساهمة - مرجع سابق - ص ٩١ - ٩٣ .

١ ـ صعوبة التقاء البائعين والمشترين وعدم معرفة عدد الاسهم المعروضة للبيع أو قيمتها السوقية ٠

٢ ـ عدم معرفة حجم العرض والطلب الحقيقي واختلاف السعر كثيرا من مكان لآخر ٠

٣ ـ لوحظ أن كثيرا من الشركات المساهمة لم يتم تداول أسهمها بالمرة رغم مرور فترة طويلة على تأسيسها ويعود هذا أساسا الى قصور في نظام التداول هذا ٠

ثم صدر تنظيم بعد ذلك بموجب الامر السامي رقم ٨/١٢٣٠ في ١٤٠٣/٧/١١ هـ يقضي بقصر التعامل على البنوك فقط ، حيث توفر البنوك المتعددة وفروعها المنتشرة في كافة أرجاء المملكة سوقا ثانوية واسعة بعيدا عن المضاربات الضارة والاسعار المفتعلة [٨٨] ، كما قامة مؤسسة النقد العربي السعودى بعملية الاشراف على تنظيم تداول الاسهم ، ورغم هذا التطور الكبير الا أن البعض يرى أنه لا زال غير متناسبا مع الامكانيات الاقتصادية الكبيرة التي تحظى بها المملكة [٨٩] ، ويرون أن وجود سوق مالية منظمة تعمل على نشر المعلومات الصحيحة عن الشركات ووجود بورصة للاوراق المالية هو الاطار العملي المناسب الذى يمكن من خلاله ممارسة عملية الاشراف وتنظيم عملية تبادل الاسهم بشكل أكثر عدلا وانصافا لكل من البائع والمشترى على حد سواء ، كما

---

(٨٨) دليل الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية ـ مرجع سابق ـ ص ٣٨٩ ٠

(٨٩) بورصة الاوراق المالية وأهميتها في خدمة الشركات المساهمة ـ مرجع سابق ـ ص ٩٤ ٠

أن وجود مثل هذه البورصة يمكن أن يحقق للشركات المساهمة ذاتها مزيدا من التطور حيث تسهل هذه السوق الالتقاء في مكان معروف ومحدد مما يوفر جهد كل طرف في البحث عن الطرف الآخر ، كما يمكن أن توفر مثل هذه السوق كافة البيانات والمعلومات المالية اللازمة وأن تعطى الفرصة لتفاعل آليات العرض والطلب فقط ، وهذا سوف يؤدى بالتالي الى زيادة ثقة المستثمرين وزيادة كفاءة الشركات المساهمة وقدرتها على المشاركة في خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية ، ومن هنا يتضح أن وجود مثل هذه السوق قد أصبح ضرورة ملحة لا تقتصر فائدتها على البائع والمشترى فحسب بل تعم المساهم والشركة والدولة على حد سواء ، وعن أزمة سوق المناخ وآثارها على الاسواق المالية العربية الاخرى فانه تجدر الاشارة الى أن سوق المناخ لم تكن هي السوق الرسمية الخاضعة للرقابة وانما كانت سوقا فورية خاصة بالاسهم الخليجية "Over the Counter" وأن خلق سيولة وهمية عن طريق الشيكات المؤجلة التي توهم بأنه لا حدود للقدرة على الشراء غير متاح هنا في المملكة ، حيث يحظر النظام استخدام مثل هذه الشيكات المؤجلة (٩٠) ، وأن شراء الاسهم بالشيكات المؤجلة بالاضافة الى غياب القوانين التي تحمي حقوق المستثمرين والتلاعب في التداول كانت هي أهم أسباب انهيار سوق المناخ ولو خضعت تلك السوق للنظم والاجراءات المعمول بها في الاسواق المالية العالمية لما انهارت بهذا الشكل .

---

(٩٠) د. علي طلال الجهني ـ الاسهم في المملكة العربية السعودية ـ جريدة الجزيرة ـ عدد خاص بالمال والاعمال رقم ٢ بتاريخ ١٦ ديسمبر ١٩٨٣ ـ ص ٨ ـ ٩ .

وانظر كذلك : عبد المنعم ابراهيم ـ الاسهم وتطور الشركات المساهمة في المملكة ـ جريدة اليوم ـ العدد ٣٦٥٠ ـ صفر ١٤٠٣

نخلص من ذلك الى أن بورصة الأوراق المالية هي الاطار الرسمي والعملي الذى يمكن من خلاله تنظيم عملية تداول الاسهم وأن البورصات قد قامت بدور رائد في هذا المجال مما حدا بالكثير من الدول الى انشاءها واكسابها الشخصية المعنوية التي تؤهلها للقيام بهذه المهمة تحت رقابة الدولة ، وأن النهضة التنموية الشاملة التي تشهدها المملكة في كافة المجالات لها أثرها البالغ على تطور الشركات المساهمة واتساع نشاطها بصورة أصبحت معها في حاجة ماسة الى وجود سوق مالية منتظمة يلتقي فيها عنصرى العرض والطلب بموضوعية وحيدة ، هذا بخصوص الاسهم العادية ، فاذا ما انتقلنا للحديث عن الاسهم الممتازة فلا توجد أى معلومات عن وجود أى أسهم ممتازة في المملكة وان كانت أسهم شركات الخدمات والتي تضمن الدولة بالنسبة لها عائدا لا يقل عن ١٠ ٠/٠ حاليا تعتبر من الناحية العملية والواقعية أسهم ممتازة طبقا لمثل هذا الضمان .

(٢-٤-١) <u>حجم التداول كأحد المؤشرات الهامة للسوق</u> : ان عدد الاسهم المتداولة بالسوق والتزايد المستمر في عدد تلك الاسهم المتداولة يعطي مؤشرا جيدا وهاما عن حركة السوق مستقبلا سواء كانت هذه الحركة صعودا أو هبوطا ، فاذا زاد حجم التداول في ظل صعود الاسعار فان هذا يعني تفاؤل المستثمرين ، وبالتالي يكون الاحتمال المتوقع هو صعود الاسعار مرة أخرى لانّ مثل هذه الحالة تكون من أهم بواعث التفاؤل العام في السوق ، وهذا التفاؤل يدفع مزيدا من المستثمرين الى دخول السوق ورفع الاسعار ، أما اذا حققت السوق بعض التقدم في الاسعار ولم يصحب ذلك طلب كثيف على الاسهم فان ذلك يعني أن جمهور المستثمرين غير مقتنع بتلك الزيادة ، كذلك في حالة الاتجاه النزولي للاسعار فاذا صحب هذا الاتجاه عرض كثيف للاسهم

فان هذا يؤدى لانتشار روح القلق لدى المستثمرين عامة الذين يندفعون لتصفية مراكزهم الاستثمارية ، وهذا يسبب ضغطا متواصلا على الاسعار، وعلى ذلك فان زيادة حجم التداول بالنسبة للسوق ككل له دلالاته بالنسبة للمستثمرين ، كما أن زيادة حجم التداول بالنسبة لاسهم شركة معينة له أيضا ما يعنيه ، فالمستثمرون عادة ما ينتبهون لاىّ سهم يظهر بصورة مكثفة على قائمة التداول ، حتى ولو لم يكن هناك أى تغير يذكر في أسعار تداوله صعودا أو هبوطا حيث يفسر مثل هذا النشاط من قبل السوق على أن شيئا ما سوف يحدث لهذا السهم وبالتالي ينتج عن ذلك زيادة أخرى في الطلب عليه وتزايد الطلب ينتج عنه ارتفاع السعر ، ومن هنا يمكن القول بأن درجة نمو الشركة وقدرتها على تحقيق الربح ليست هي العامل الوحيد الذى يؤدى الى زيادة السعر ، بل ان كثافة التداول أيضا ينتج عنها طلب متزايد وبالتالي تحدث هناك زيادات أخرى جديدة في هذا السعر .

فاذا نظرنا لحجم التداول في سوق الاسهم السعودية (٩١) ، فسوف نجد أنه كان للتنظيم الجديد الذى قصر تداول الاسهم في المملكة على البنوك التجارية أثر كبير في زيادة حجم التداول ، فلقد بلغ حجم التداول خلال السنة الاولى من بدء صدور نشرة التداول عن طريق مؤسسة النقد العربي السعودى ما يقارب ٣ مليون سهم ثم ازداد هذا الحجم من التداول حتى بلغ في السنة الثانية مباشرة ما يقارب ٨

---

(٩١) لقد بلغ حجم التداول للاسهم ٢ر٧٠٧٨٣٢ مليون سهم خلال السنة الاولى من ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ الى ١٤٠٦/٧/٥ هـ (٥٢ أسبوع) كذلك بلغ حجم التداول في السنة الثانية ٧ر٩٧٦٨٩٨ مليون سهم كما بلغ حجم التداول في النصف الاول من العام الاخير ٥ر١٩٨٠٤٣ مليون سهم — أنظر نشرات أسعار الاسهم بالمملكة .

مليون سهم ويتوقع أن يزداد هذا الحجم في السنة الثالثة ليصل الى أكثر من ١٠ مليون سهم ، وعلى ذلك فهو في تزايد مستمر سنة بعد أخرى كما شهدت فعلا بعض الاسهم ارتفاعا في السعر مما يؤكد على ما للتنظيم الجديد من آثار ايجابية على نشاط سوق الاسهم بالمملكة عموما ، كما أن ذلك قد يعني تفاؤل المستثمرين وعودة النشاط للسوق واحتمال ارتفاع أسعار الاسهم ، وتجدر الاشارة هنا الى أن هذا الحجم من التداول لا زال غير متناسبا مع الحجم الكلي للاسهم في المملكة والذى يبلغ حاليا ما يقارب ٥٠٠ مليون سهم ، حيث لا يمثل هذا الحجم من التداول سوى نسبة ضئيلة لا تجاوز ٢ ٠/٠ ، وأن وجود بورصة للاوراق المالية قد يعطي فرصة أكبر لتفاعل آليات العرض والطلب وزيادة عمليات التداول في السوق السعودية للاسهم بصورة أكثر عمقا واتساعا ٠

(٢-٥) انشاء مؤشر خاص بالاسهم السعودية :

لقد رسمت الخطوط العريضة لتنظيم عملية تداول الاسهم في المملكة وقصرت عملية التداول هذه كما أسلفنا على البنوك التجارية وذلك تحت اشراف بعض اللجان وقسم مختص بنشر المعلومات عن الاسهم بمؤسسة النقد ، وبدأ القسم فعلا في اصدار نشرة بأسعار الاسهم من قبل مؤسسة النقد العربي السعودى ابتداء من تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ ، وهذا يعني عدم وجود مصدر رسمي للمعلومات عن القيمة السوقية للاسهم قبل هذا التاريخ ، أما المصادر البديلة الاخرى المتاحة للمعلومات قبل هذا التاريخ فانها تتمثل في أقسام الاستثمار بالبنوك المحلية وعدد من المكاتب الخاصة ببيع وشراء الاسهم مثل مؤسسة طالب ومكتب مسفر ومكتب العليان ومكتب الجوهر للاسهم ، ولقد لوحظ أنه كان هناك تفاوت كبير بين أسعار الاسهم في هذه المكاتب ٠ وهنا يجدر التنويه

الى أن البيانات الخاصة بالاوراق المالية في بلدان لا توجد بها سوقا مالية منظمة من الصعب تجميعها علاوة على أنه لا يمكن الاعتماد عليها، ويمكن قبولها وتبريرها فقط بغرض توفير أسلوب تأشيرى وارشادى فقط ، وهذا بالطبع كان من أهم الاسباب التي جعلت الفترة الداخلة في حسبان هذا البحث تبدأ فقط من تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ ، أما البيانات السنوية الاخرى التي أوردناها هنا في هذا البحث فكان الغرض منها مجرد اعطاء صورة تقريبية عن الاداء في الماضي وعلى ذلك فان الفترة التي شملتها هذه الدراسة بصفة أساسية هي الفترة من ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ حتى ١٤٠٨/٤/٢٠ هـ .

ان مفتاح النجاح لانشاء أى مؤشر يكمن بصفة أساسية في توفير الطريقة الكمية المناسبة التي تعتمد على أساس يختار بدقة وحكمة لكي يعكس هذا المؤشر الرؤيا الصحيحة ويوفر وقت وجهد المستثمر في الحصول على المعلومات الضرورية اللازمة ، والمؤشر القياسي(*) الذى نهدف لانشائه هنا هو مؤشر لاسعار الاسهم مرجح بحجم الاسهم في كل من هذه الشركات ، ويتضمن ذلك مؤشر نوعي لكل مجموعة من مجموعات النشاط الاقتصادى المختلفة ، أى يشمل مؤشر لشركات الاموال، ومؤشر للشركات الصناعية ، ومؤشر لشركات النقل والخدمات ، ومؤشر للشركات الزراعية ، والمؤشر العام المركب يضم المجموعات الاربع السابقة كلها ويمثل سوق الاسهم في المملكة بصفة عامة .

(٢-ه-١) اختيار رقم الاساس المناسب وتحديد فترة الاساس للمؤشر:

لقد تبين من تحليل الخبرة الاجنبية الذى أجريناه في الجزء الاول من هذا البحث أن الاساس المستخدم في مؤشرات الاسهم في جميع دول

(*) أنظر الشركات التي شملها المؤشر - ملحق رقم (١) .

العالم هو الرقم ١٠ ومضاعفاته ، ففي المملكة المتحدة كان رقم الاساس لمؤشر الفاينشال تيمز ١٠٠ في تاريخ ١٠ أبريل ١٩٢٦ ، كما كان رقم الاساس لمؤشر نيكي داو لاسهم بورصة طوكيو هو ١٠٠٠ في يوم ٤ يناير ١٩٦٨ ، وفي كندا رقم الاساس لمؤشر بورصة تورنتو للاسهم هو (متوسط ١٩٧٥ = ١٠٠) ولبورصة مونتريال (متوسط ١٩٥٦ = ١٠٠) ، وفي ألمانيا مؤشر كوميرز بنك (متوسط ١٩٧٥ = ١٠٠) ، ومؤشر سيس لاسهم بورصة باريس (متوسط ١٩٧٥ = ١٠٠) ، وفي أستراليا مؤشر بورصة ملبورن رقم الاساسي ٥٠٠ في يوم ١ يناير ١٩٨٠ ، ومؤشر بورصة ملبورن وسيدني معا رقمه الاساسي ١٠٠٠ في نفس التاريخ السابق ، وفي هونج كنج مؤشر "هانج سنج" رقمه الاساسي ١٠٠ في تاريخ ٣١ يوليو ١٩٦٤ ، أما مؤشر داو جونز فقد بدأ كمتوسط حسابي عادى وذلك بقسمة القيمة السوقية الاجمالية على عدد الشركات التي يضمها هذا المؤشر ، أما مؤشر ستاندرد وبورز فانه يستخدم متوسط القيمة المرجحة للاسهم خلال الفترة (١٩٤١ – ١٩٤٣ = ١٠) كأساس ، وكانت القيمة السوقية المتوسطة للاسهم في نهاية الحرب العالمية الثانية وهي فترة تدني الاسعار هي عشرة دولارات تقريبا ، ولذلك استخدم في هذا المؤشر الرقم ١٠ كأساس ، أما مؤشر بورصة نيويورك فقد اعتبر رقم الاساس هو القيمة السوقية الاجمالية للاسهم التي يضمها في تاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٦٥ = ٥٠ ، وقد كان هذا الرقم أيضا متوافقا الى حد كبير مع القيمة السوقية المتوسطة لاسعار الاسهم في هذا التاريخ ، ومعظم المؤشرات الاخرى في الولايات المتحدة التي يعود رقمها الاساسي الى ما بعد عام ١٩٧٤ قد استخدمت الرقم ١٠٠ في الاغلب حيث ارتفع المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للاسهم الى ما يقارب هذا الرقم لسبب راجع للتضخم ، ومن هنا يعتقد الباحث أن استخدام الرقم ١٠٠ كأساس للمؤشر القياسي المقترح لاسعار الاسهم

بالمملكة له ما يبرره ، لأنّ معظم الشركات المساهمة في المملكة هي في الواقع شركات منشأة حديثا في خلال السنوات العشر الماضية ، كما أن الغالبية العظمى من هذه الاسهم المصدرة سعرها الاساسي ١٠٠ ريال ولم تحدث تغيرات كبيرة تذكر في هذا السعر الا خلال فترة طفرة النفط ، وقد كانت تغيرات مؤقتة عادت بعدها أغلب الاسعار للهبوط التدريجي والاستقرار النسبي •

أما بخصوص فترة وتاريخ هذا الاساس ، فلقد تم عرض المؤشر من خلال الفروض التالية :

أولا : الفرض الاول ، يعتبر أن الاساس هو المتوسط الحسابي اليومي للقيمة السوقية الاجمالية للاسهم خلال الاسبوع المبتدأ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ = ١٠٠ •

ثانيا : الفرض الثاني ، يعتبر أن الاساس هو المتوسط الحسابي اليومي لفترة سنة كاملة ٥٢ أسبوع عمل تبدأ من ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ وتنتهي ١٤٠٦/٦/١٢ هـ = ١٠٠ •

ثالثا : بالاضافة لذلك ، فلقد تم بغرض توفير صورة تقريبية وارشادية عن حركة مؤشر الاسهم في المملكة خلال السنوات الاخيرة من عام ١٤٠٠ هـ حتى عام ١٤٠٨ هـ اعتبار أن الاساس هو القيمة السوقية الاجمالية لجميع أسهم الشركات المساهمة التي يشملها المؤشر في أول محرم ١٤٠٠ هـ = ١٠٠ •

(٢ـ٥ـ٢) حساب رقم المؤشر : لقد روعي في تحديد الاساس الاول تاريخ بدء صدور نشرات أسعار الاسهم عن طريق مؤسسة النقد العربي السعودي ، كما روعي في تحديد الاساس الثاني استبعاد بعض التذبذبات

بالمملكة له ما يبرره ، لأن معظم الشركات المساهمة في المملكة هي في الواقع شركات منشأة حديثا في خلال السنوات العشر الماضية ، كما أن الغالبية العظمى من هذه الاسهم المصدرة سعرها الاساسي ١٠٠ ريال ولم تحدث تغيرات كبيرة تذكر في هذا السعر الا خلال فترة طفرة النفط ، وقد كانت تغيرات مؤقتة عادت بعدها أغلب الاسعار للهبوط التدريجي والاستقرار النسبي •

أما بخصوص فترة وتاريخ هذا الاساس ، فلقد تم عرض المؤشر من خلال الفروض التالية :

أولا : الفرض الاول ، يعتبر أن الاساس هو المتوسط الحسابي اليومي للقيمة السوقية الاجمالية للاسهم خلال الاسبوع المبتدأ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ = ١٠٠ •

ثانيا : الفرض الثاني ، يعتبر أن الاساس هو المتوسط الحسابي اليومي لفترة سنة كاملة ٥٢ أسبوع عمل تبدأ من ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ وتنتهي ١٤٠٦/٦/١٢ هـ = ١٠٠ •

ثالثا : بالاضافة لذلك ، فلقد تم بغرض توفير صورة تقريبية وارشادية عن حركة مؤشر الاسهم في المملكة خلال السنوات الاخيرة من عام ١٤٠٠ هـ حتى عام ١٤٠٨ هـ اعتبار أن الاساس هو القيمة السوقية الاجمالية لجميع أسهم الشركات المساهمة التي يشملها المؤشر في أول محرم ١٤٠٠ هـ = ١٠٠ •

(٢-٥-٢) حساب رقم المؤشر : لقد روعي في تحديد الاساس الاول تاريخ بدء صدور نشرات أسعار الاسهم عن طريق مؤسسة النقد العربي السعودى ، كما روعي في تحديد الاساس الثاني استبعاد بعض التذبذبات

التي حدثت عند بداية صدور التنظيم الجديد الذى قصر التعامل في الاسهم على البنوك التجارية فقط ، وعلى ذلك فلقد تم وضع برنامج ينفذ على الحاسب الالي[٩٢] لحساب أرقام المؤشر طبقا لهذه الفروض وهذا على النحو التالي :

<u>أولا</u> : <u>طبقا للفرض الاول</u> (أساس المؤشر متوسط الاسبوع المبتدأ ١٤٠٥/٥/٢٦ = ١٠٠) :

١ - يلزم هنا ايجاد مجموع ناتج جداء عدد أسهم كل شركة من الشركات العشر الاولى التي يضمها مؤشر الشركات المالية[٩٣] في القيمة السوقية المتوسطة لاسعار الاسبوع الاول المبتدأ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ واعتبار هذا الناتج أساس لمؤشر الاسهم المالية .

٢ - القيام باجراء نفس العملية السابقة بالنسبة للشركات من رقم ١١ حتى رقم ٢٦ وعددها ١٦ شركة وهذه تمثل الشركات التي يضمها مؤشر الاسهم الصناعية ، وكذلك بالنسبة للشركات من رقم ٢٧ حتى رقم ٣٩ وعددها ١٣ شركة وهذه تمثل الشركات التي يضمها مؤشر النقل والخدمات ، ثم بالنسبة للشركات من رقم ٤٠ حتى رقم ٤٤ وعددها خمسة شركات وهي تمثل الشركات التي يشملها مؤشر الاسهم الزراعية ، ثم بالنسبة لجميع هذه الشركات مجتمعة وعددها ٤٤ شركة من رقم ١ حتى رقم ٤٤ وهذه تمثل رقم المؤشر العام ، وعلى ذلك تعتبر الارقام الناتجة السابقة أساسا لكل من المؤشرات الخمسة = ١٠٠ .

---

(٩٢) استخدم الحاسب الالي طراز I.B.M 310/3033 بوحدة تحليل البيانات في كلية العلوم الادارية - جامعة الملك سعود - الرياض .

(٩٣) أنظر ملحق البحث (١) عن الشركات المساهمة التي شملتها هذه الدراسة بالنسبة لكل مجموعة من مجاميع النشاط المختلفة والوزن الذى تمثله كل شركة في هذا المؤشر العام .

٣ ـ تكرار نفس الخطوات السابقة بالنسبة لجميع الاسابيع التالية من الاسبوع رقم ٢ حتى الاسبوع رقم ١٤٠ وعلى ذلك يكون :

$$\text{الرقم الجديد للمؤشر} = \text{الرقم الاساسي } (١٠٠) \times \frac{\text{القيمة السوقية الاجمالية الجديدة لاسهم شركات المجموعة}}{\text{القيمة السوقية المتوسطة لاسهم المجموعة في فترة الاساس الاولى}}$$

وفترة الاساس هنا يمثلها الاسبوع الاول المبتدأ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ .

$$\text{أى أن رقم المؤشر} = \frac{\text{مج } ب_{١} \, ك_{١}}{\text{مج } ب_{٠} \, ك_{٠}} \times ١٠٠$$

حيث مج تعني حاصل الجمع لنواتج الضرب جميعا

$ب_{١}$ السعر الحالي لكل سهم في المجموعة

$ك_{١}$ عدد الاسهم الحالية لكل شركة في المجموعة

$ب_{٠}$ هي السعر المتوسط للسهم في فترة الاساس

$ك_{٠}$ هي عدد أسهم كل شركة في فترة الاساس

وعلى ذلك يعتبر المؤشر المقترح لاسعار الاسهم رقما مرجحا بحجم الاسهم ويكون للشركات ذات الحجم الكبير نسبيا تأثيرا أكبر على هذا المؤشر من الشركات ذات الحجم الاصغر نسبيا ، ومن هنا فان المؤشر طبقا لهذا الفرض يوفر لنا امكانية مقارنة القيمة الحالية للاسهم بالقيم عند بداية اصدار نشرات أسعار الاسهم بالمملكة عن طريق مؤسسة النقد العربي السعودى ، فعلى سبيل المثال كان رقم المؤشر في الاسبوع الثاني لاسهم الشركات المالية $= ١٠٠ \times \frac{١٠٠٤٣ر٠٠٠٠٠٠}{١٠١٦٣ر٠٠٠٠٠٠} = ٩٨ر٨١$ وهكذا يمكن ايجاد بقية أرقام هذه المؤشرات الخمسة خلال الفترة الخاضعة لهذه الدراسة أى يكون لدينا ٥ مؤشرات نوعية لكل أسبوع × ١٤٠ أسبوع = ٧٠٠ رقم وهذه تمثل أرقام هذه المؤشرات النوعية طبقا لهذا الفرض الاول ويوضح الجدول التالي رقم ١١ نتائج المؤشر طبقا لهذا الفرض الاول :

جدول رقم (١١)

"المؤشر الاسبوعي للاسهم السعودية طبقا للاساس الاول"

(أساس الرقم متوسط الاسبوع المبتدأ ١٤٠٥/٥/٢٦ = ١٠٠)

رقم الاسبوع	تاريخ بداية الاسبوع	مؤشر الاسهم المالية	مؤشر الاسهم الصناعية	مؤشر أسهم الخدمات	مؤشر الاسهم الزراعية	المؤشر العام
١	١٤٠٥/ ٥/٢٦	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
٢	١٤٠٥/ ٦/ ٤	٩٨ر٨١	٩٩ر٨٥	٩٩ر٩٣	٩٩ر٢٣	٩٩ر٧٩
٣	١٤٠٥/ ٦/١١	٩٨ر١٥	٩٩ر٤٧	٩٩ر٩١	٩٧ر٨٥	٩٩ر٥٣
٤	١٤٠٥/ ٦/١٨	٩٧ر٥٥	٩٩ر٤٢	١٠٠ر٠٥	٩٧ر٨٤	٩٩ر٥٢
٥	١٤٠٥/ ٦/٢٥	٩٦ر٨٠	٩٩ر٦٠	١٠٠ر٠٤	٩٧ر٠٩	٩٩ر٥١
٦	١٤٠٥/ ٧/ ٢	٩٧ر٣٠	٩٦ر٥٤	٩٩ر٤٠	١٠٠ر٥٢	٩٧ر٩٩
٧	١٤٠٥/ ٧/ ٩	٩٥ر٩٦	٩٨ر٢٣	١٠٠ر١٤	٩٦ر٣٢	٩٨ر٨٧
٨	١٤٠٥/ ٧/١٦	٩٤ر٩٧	٩٧ر٠٨	٩٧ر٨٣	٩٨ر٦١	٩٧ر٢٧
٩	١٤٠٥/ ٧/٢٣	٩٤ر٧٩	٩٧ر٤٩	٩٩ر٠٤	٩٦ر٩٠	٩٧ر٩٥
١٠	١٤٠٥/ ٧/٣٠	٩٣ر٤٣	٩٢ر٤٠	٩٨ر٩٢	٩٩ر٧١	٩٥ر٩٣
١١	١٤٠٥/ ٨/ ٧	٩٢ر٩٣	٩١ر٦٨	٩٧ر٤٩	٩٤ر٨٩	٩٤ر٥٢
١٢	١٤٠٥/ ٨/١٤	٩٣ر٥٠	٩١ر٦٥	٩٧ر٠١	٩٦ر٥٢	٩٤ر٣٧
١٣	١٤٠٥/ ٨/٢١	٩١ر٥٣	٩٠ر٩١	٩٣ر٤٩	٩٥ر٥١	٩٢ر٢٤
١٤	١٤٠٥/ ٨/٢٨	٩١ر١٧	٨٩ر٦٠	٩٤ر٠٣	٩٤ر٩٤	٩١ر٨٧
١٥	١٤٠٥/ ٩/ ٦	٩١ر٠٥	٨٩ر٦٧	٩٣ر٦٨	٩١ر٩٩	٩١ر٦٨
١٦	١٤٠٥/ ٩/١٣	٨٨ر٥٤	٨٧ر٥٥	٩٣ر٣٦	٩٨ر٠٩	٩٠ر٥١
١٧*	١٤٠٥/ ٩/٢٠	٨٧ر٢٠	٨٧ر١١	٩١ر٥١	٩١ر٣٧	٨٨ر٣٤
١٨	١٤٠٥/١٠/ ٤	٨٣ر٠٢	٨٦ر٦٨	٨٩ر٦١	١٠٠ر٨٥	٨٩ر٦٠
١٩	١٤٠٥/١٠/١١	٨٢ر٠٧	٨٦ر١٣	٨٨ر٢٣	٩٢ر٥٦	٨٦ر٨٥
٢٠	١٤٠٥/١٠/١٨	٨٣ر٨٧	٧٨ر٠٤	٨٦ر٥٥	٩٢ر٥٧	٨٢ر٨١
٢١	١٤٠٥/١٠/٢٥	٨١ر٠٩	٨٠ر٩١	٨٦ر٦٣	٩٤ر١٨	٨٣ر٨٠
٢٢	١٤٠٥/١١/٣	٨٠ر٨٦	٧٧ر٦٩	٨٤ر٢٨	٩٧ر٤٧	٨١ر٣٦
٢٣	١٤٠٥/١١/١٠	٨١ر٢٨	٧٧ر١٠	٨٥ر٢٢	٩٢ر٥١	٨١ر٤٩
٢٤	١٤٠٥/١١/١٧	٨١ر١٣	٧٩ر٤٢	٨٥ر٢٤	٩٧ر٩٥	٨٢ر٥٨
٢٥	١٤٠٥/١١/٢٤	٧٨ر٦٥	٨٠ر٣٧	٨٢ر٣٢	٩٧ر٤٢	٨١ر٤٣
٢٦*	١٤٠٥/١٢/ ١	٧٩ر٥٥	٧٨ر٤١	٨٢ر١٢	٨٩ر٨٩	٨٠ر٤٣
٢٧	١٤٠٥/١٢/ ٨	٧٩ر٥٥	٧٨ر٤١	٨٢ر١٢	٨٩ر٨٩	٨٠ر٤٣
٢٨	١٤٠٥/١٢/١٥	٧٨ر٥٥	٧٨ر٤٥	٧٨ر٨٣	٨٨ر٤٦	٧٨ر٨٢
٢٩	١٤٠٥/١٢/٢٢	٧٩ر٧٣	٧٨ر١٦	٨٠ر٥٤	٩١ر٤٢	٧٩ر٦٣
٣٠	١٤٠٥/١٢/٢٩	٧٩ر٩٥	٧٨ر١٥	٧٧ر٥٧	٩٠ر٧٠	٧٨ر٢٨
٣١	١٤٠٦/ ١/ ٧	٨١ر٠٧	٧٧ر٧٠	٧٧ر٦٤	٩٠ر٣٧	٧٨ر٢٠
٣٢	١٤٠٦/ ١/١٤	٨٠ر٠١	٧٧ر٦٣	٧٥ر٣٢	٨٩ر٠٣	٧٦ر٩٩
٣٣	١٤٠٦/ ١/٢١	٧٩ر٨٥	٧٧ر٥٤	٧٧ر٤٦	٩٠ر٥٦	٧٧ر٩٥
٣٤	١٤٠٦/ ١/٢٨	٧٧ر٤٠	٧٨ر٤٥	٧٥ر٩٦	٨٩ر٣٢	٧٧ر٤١
٣٥	١٤٠٦/ ٢/ ٥	٧٦ر٠٤	٧٨ر٣٨	٧٥ر٨٠	٩٣ر٠٤	٧٧ر٢٦
٣٦	١٤٠٦/ ٢/١٢	٧٦ر٦١	٧٨ر٣٩	٧٤ر٠١	٨٨ر٩٨	٧٦ر٤١
٣٧	١٤٠٦/ ٢/١٩	٧٦ر٨٣	٧٦ر٧١	٧١ر٣٣	٨٤ر٩٨	٧٤ر٤٠
٣٨	١٤٠٦/ ٢/٢٦	٧٥ر٤٠	٧٥ر٨٦	٧٣ر٤١	٨٧ر٠٣	٧٤ر٩٠
٣٩	١٤٠٦/ ٣/ ٤	٧٥ر٣٥	٧٦ر٣٣	٧٢ر٥٢	٨٣ر٨٨	٧٤ر٦٣
٤٠	١٤٠٦/ ٣/١١	٧٥ر٥٨	٧٦ر٧٩	٧٠ر٨٩	٨٤ر٤٦	٧٤ر١١
٤١	١٤٠٦/ ٣/١٨	٧٣ر٥٧	٦٧ر٠٧	٧٢ر٠٣	٨٤ر٨٤	٧٠ر٢٥
٤٢	١٤٠٦/ ٣/٢٥	٧١ر٨٤	٦٥ر٩٢	٧٠ر٩٣	٨٩ر٦٠	٦٩ر١٨
٤٣	١٤٠٦/ ٤/ ٢	٧٢ر٨٥	٦٦ر٢٣	٧٠ر٩٢	٨٧ر٣٢	٦٩ر٣٦
٤٤	١٤٠٦/ ٤/ ٩	٧٣ر٥٥	٦٥ر٧٢	٧٠ر٠٢	٨٢ر٧٩	٧٠ر١٦

* اجازة عيد الفطر واجازة عيد الاضحى المبارك .

تابع جدول رقم (١١)

رقم الأسبوع	تاريخ بداية الأسبوع	مؤشر الأسهم المالية	مؤشر الأسهم الصناعية	مؤشر أسهم الخدمات	مؤشر الأسهم الزراعية	المؤشر العام
٤٥	١٤٠٦/٤/١٦	٧١ر٩٧	٦٠ر٧١	٧٢ر٦٧	٨٣ر٩٣	٦٩ر٨٨
٤٦	١٤٠٦/٤/٢٣	٧١ر٧٨	٦٥ر١٥	٧١ر٤١	٨٤ر١٧	٦٨ر٩٦
٤٧	١٤٠٦/٥/١	٧٠ر٤٤	٦٤ر٦٣	٧١ر٣٥	٧٨ر٦٩	٦٨ر٤٩
٤٨	١٤٠٦/٥/٨	٧١ر٣٨	٦٥ر٤٢	٧١ر٣٤	٧٩ر٨٨	٦٨ر٩٤
٤٩	١٤٠٦/٥/١٥	٦٩ر١٢	٦٤ر٩٣	٧٣ر١١	٨٥ر٠٨	٦٩ر٤٣
٥٠	١٤٠٦/٥/٢٢	٦٨ر٨٩	٦٤ر٦١	٧٧ر٤٥	٨٣ر٦٥	٧١ر٢٤
٥١	١٤٠٦/٥/٢٩	٦٨ر٩٨	٦٦ر٠٧	٧٣ر٧٨	٨١ر٥١	٧٠ر١٥
٥٢	١٤٠٦/٦/٦	٦٨ر٦٤	٦٥ر٧٣	٧٣ر٧٨	٨١ر٥٠	٦٩ر٩٨
٥٣	١٤٠٦/٦/١٣	٦٩ر٤٠	٤١ر٧٤ **	٧٤ر٣٩	٧٧ر٩٧	٥٩ر٨٧
٥٤	١٤٠٦/٦/٢٠	٦٩ر٤٥	٤١ر٧٧	٧٣ر٥١	٨٠ر٧٩	٥٩ر٥٣
٥٥	١٤٠٦/٦/٢٧	٧٠ر١١	٤١ر٥٠	٧١ر٧٠	٧٦ر١٢	٥٨ر٥٥
٥٦	١٤٠٦/٧/٥	٦٩ر٨٣	٤١ر٠٩	٧١ر٠٠	٧٦ر١٢	٥٨ر٠٣
٥٧	١٤٠٦/٧/١٢	٦٧ر٨٢	٤١ر٠٧	٦٩ر٢١	٧٩ر١٧	٥٧ر٠٧
٥٨	١٤٠٦/٧/١٩	٦٦ر٧٨	٤١ر٨٧	٦٨ر٤١	٨٠ر٦٩	٥٦ر٩٩
٥٩	١٤٠٦/٧/٢٦	٦٦ر٧٤	٤١ر٦٠	٦٨ر٤٨	٧٧ر٩٧	٥٦ر٨٥
٦٠	١٤٠٦/٨/٤	٦٧ر٤١	٤١ر٣٤	٦٧ر٦٥	٨٠ر٨٣	٥٦ر٤٧
٦١	١٤٠٦/٨/١١	٦٥ر٣٤	٤١ر٢٢	٦٨ر٦٥	٧٦ر٢١	٥٦ر٦١
٦٢	١٤٠٦/٨/١٨	٦٤ر٣٣	٤١ر٣٦	٦٧ر٦٣	٧٨ر٠٢	٥٦ر١٤
٦٣	١٤٠٦/٨/٢٥	٦٤ر٨٢	٤٠ر٨١	٦٧ر٧٣	٧٧ر٩٣	٥٥ر٩٩
٦٤	١٤٠٦/٩/٢	٦٣ر٩٣	٤٠ر١٠	٦٧ر٠١	٨١ر١٨	٥٥ر٣٥
٦٥	١٤٠٦/٩/٩	٦٢ر٥٣	٤٠ر٨٧	٦٩ر٥٦	٨٠ر٦٠	٥٦ر٧١
٦٦ *	١٤٠٦/٩/١٦	٦١ر٩١	٤٠ر٠٥	٦٨ر٧٧	٧٢ر١١	٥٥ر٧٨
٦٧	١٤٠٦/١٠/٥	٥٩ر٧٣	٤١ر٥٦	٦٩ر٥٧	٧٥ر٠٢	٥٦ر٦٦
٦٨	١٤٠٦/١٠/١٤	٦٠ر٣٩	٤٠ر٦٧	٦٩ر٥٨	٧٧ر٨٨	٥٦ر٣٨
٦٩	١٤٠٦/١٠/٢١	٥٨ر٨٩	٤١ر٢٨	٦٨ر٨٠	٧٨ر٣٦	٥٦ر١٧
٧٠	١٤٠٦/١٠/٢٨	٥٩ر٨١	٤٠ر٥٣	٦٩ر٥٤	٧٢ر٦٤	٥٦ر١٦
٧١	١٤٠٦/١١/٥	٥٨ر٩٠	٤٠ر٢٩	٦٩ر٧٣	٧٨ر٨٨	٥٦ر١٨
٧٢	١٤٠٦/١١/١٢	٥٧ر٦٣	٣٩ر٦٦	٦٩ر٥٨	٧٦ر٨٨	٥٥ر٦٩
٧٣	١٤٠٦/١١/١٩	٥٩ر٤٢	٣٩ر٤٦	٦٩ر٨٥	٧٥ر٥٤	٥٥ر٨٦
٧٤	١٤٠٦/١١/٢٦	٥٥ر٩٣	٣٩ر٢٥	٦٨ر٥٢	٧٠ر٤٩	٥٤ر٧٥
٧٥ *	١٤٠٦/١٢/٤	٥٦ر٨١	٣٧ر٩٤	٦٨ر١٤	٧٣ر٠٢	٥٤ر١٥
٧٦	١٤٠٦/١٢/١٨	٥٩ر٨١	٣٧ر٧١	٦٨ر٦٩	٧٥ر٠٧	٥٤ر٤٢
٧٧	١٤٠٦/١٢/٢٥	٥٦ر٩٣	٣٧ر٧٣	٦٧ر٥٩	٧٣ر٦٩	٥٣ر٨٢
٧٨	١٤٠٧/١/٢	٥٧ر٦٥	٣٧ر٧٧	٦٨ر٣٤	٧٤ر٩٧	٥٤ر٢٧
٧٩	١٤٠٧/١/٩	٥٧ر٤٥	٣٧ر٢٩	٦٧ر٨٨	٧٤ر٨٨	٥٣ر٨٣
٨٠	١٤٠٧/١/١٦	٥٥ر٢٣	٣٦ر٩٤	٦٨ر٥٩	٧٦ر٦٩	٥٣ر٨٤
٨١	١٤٠٧/١/٢٣	٥٤ر٩٣	٣٥ر٤٨	٦٨ر٨٣	٧٩ر٥٠	٥٣ر٨٠
٨٢	١٤٠٧/٢/١	٥٦ر٣٣	٣٦ر٠٨	٦٩ر٢٦	٧٨ر٥٩	٥٤ر٠٥
٨٣	١٤٠٧/٢/٨	٥٧ر١٢	٣٥ر٩٤	٧٠ر٥٧	٨٢ر٠٣	٥٤ر٤٥
٨٤	١٤٠٧/٢/١٥	٥٧ر٦٣	٣٦ر٩٨	٧٠ر٨٠	٨٥ر٧٠	٥٥ر٢٥
٨٥	١٤٠٧/٢/٢٢	٥٧ر٦٤	٣٦ر٨٦	٧٠ر٨٩	٨٤ر٠٥	٥٥ر٢٢
٨٦	١٤٠٧/٢/٢٩	٥٧ر٩٥	٣٦ر٩٥	٧١ر٤٥	٨٥ر٥٦	٥٥ر٥٦
٨٧	١٤٠٧/٣/٦	٥٨ر٣١	٣٥ر٧٠	٧١ر٢٣	٨٢ر٤١	٥٤ر٩٠
٨٨	١٤٠٧/٣/١٣	٥٩ر٢٠	٣٦ر٣٧	٧١ر٤١	٨٣ر٨٨	٥٥ر٣٧
٨٩	١٤٠٧/٣/٢٠	٥٨ر٠٢	٣٧ر٢٧	٧٢ر٥٧	٨٤ر٦٠	٥٦ر٢٠
٩٠	١٤٠٧/٣/٢٧	٦٠ر٠٢	٣٦ر٣٠	٧٢ر٧٨	٨٦ر٩٨	٥٦ر١١
٩١	١٤٠٧/٤/٥	٦١ر١١	٣٥ر٩٠	٦٨ر٥٨	٨٦ر٦٠	٥٤ر٠٨
٩٢	١٤٠٧/٤/١٢	٦٠ر٤٦	٣٥ر٧٨	٧١ر٠٦	٩٠ر١٣	٥٥ر١٩

* اجازة عيد الفطر واجازة عيد الاضحى المبارك .

تابع جدول رقم (١١)

رقم الاسبوع	تاريخ بداية الاسبوع	مؤشر الاسهم المالية	مؤشر الاسهم الصناعة	مؤشر أسهم الخدمات	مؤشر الاسهم الزراعية	المؤشر العام
٩٣	١٤٠٧/ ٤/١٩	٦٠ر٥٨	٣٥ر٤٠	٧٠ر٤١	٨٩ر٥٦	٥٤ر٧٢
٩٤	١٤٠٧/ ٤/٢٦	٥٩ر٢٣	٣٥ر٧٧	٦٨ر٩٤	٨٧ر٤١	٥٤ر٠٤
٩٥	١٤٠٧/ ٥/ ٣	٦٠ر٩١	٣٥ر٢٧	٧٢ر٢٧	٨٩ر٩٤	٥٥ر٥٦
٩٦	١٤٠٧/ ٥/١٠	٦١ر٦١	٣٦ر٦٢	٧٠ر٣٧	٨٩ر٣٢	٥٥ر٣٢
٩٧	١٤٠٧/ ٥/١٧	٦١ر١١	٣٦ر٨١	٧٠ر٧٠	٩١ر١٣	٥٥ر٥٤
٩٨	١٤٠٧/ ٥/٢٤	٦١ر٧٧	٣٦ر٨٦	٧٠ر٣٣	٨٩ر٧٥	٥٥ر٨٨
٩٩	١٤٠٧/ ٦/ ٢	٦٠ر١٢	٣٦ر٠٨	٧٠ر٠٥	٩٢ر٢٣	٥٦ر٢٣
١٠٠	١٤٠٧/ ٦/ ٩	٦٢ر٣٠	٣٤ر٩٢	٧٣ر٢٧	٩٦ر١٣	٥٦ر١٠
١٠١	١٤٠٧/ ٦/١٦	٦١ر٨٤	٣٤ر٦٣	٧٧ر٤٢	٩٧ر٥٦	٥٧ر٨٦
١٠٢	١٤٠٧/ ٦/٢٣	٦٤ر٥٤	٣٥ر٥٢	٧٧ر٩٨	٩٦ر٨٠	٥٨ر٧٣
١٠٣	١٤٠٧/ ٦/٣٠	٦٥ر٥٩	٣٥ر٥٧	٧٦ر٣٤	٩٧ر٣٧	٥٨ر١١
١٠٤	١٤٠٧/ ٧/ ٧	٦٦ر٨٨	٣٦ر١٢	٧٦ر٢٩	٩٩ر٢٨	٥٨ر٤٦
١٠٥	١٤٠٧/ ٧/١٤	٦٨ر٥١	٣٥ر٨٧	٧٨ر١٦	١٠٠ر٦١	٥٩ر٣٩
١٠٦	١٤٠٧/ ٧/٢١	٧١ر٤٥	٣٤ر٩٨	٧٩ر٢٩	١٠٤ر٦٧	٥٩ر٨٦
١٠٧	١٤٠٧/ ٧/٢٨	٧٣ر٢٤	٣٥ر٤٣	٧٩ر٤٥	١٠٢ر٩٥	٦٠ر٢٥
١٠٨	١٤٠٧/ ٨/ ٦	٧٥ر٧٣	٣٦ر٣٢	٨٠ر٢٥	١٠٧ر١٤	٦١ر٣٠
١٠٩	١٤٠٧/ ٨/١٣	٧٤ر٩٧	٣٥ر٦٧	٨١ر٤٢	١٠٤ر٢٤	٦١ر٤٤
١١٠	١٤٠٧/ ٨/٢٠	٧٦ر١٨	٣٦ر٥٤	٨٣ر٤٤	١٠٦ر٩١	٦٢ر٩١
١١١	١٤٠٧/ ٨/٢٧	٧٦ر٣٥	٣٧ر٤٨	٨٤ر٣٥	١٠٦ر٦٧	٦٣ر٤٧
١١٢	١٤٠٧/ ٩/ ٥	٧٧ر٩١	٣٧ر٩١	٨٤ر٧٥	١٠٨ر٣٨	٦٤ر٢٧
١١٣	١٤٠٧/ ٩/١٢	٧٦ر١١	٣٧ر١٣	٨٥ر٣٣	١٠٨ر١٥	٦٤ر٠٥
١١٤*	١٤٠٧/ ٩/١٩	٧٦ر٤٠	٣٧ر٩٦	٨٥ر١٥	١٠٨ر٠١	٦٤ر٣٤
١١٥	١٤٠٧/١٠/١٠	٧٦ر٦٥	٣١ر١٠	٨٥ر١٢	١٠٦ر٥٨	٦١ر٣٥
١١٦	١٤٠٧/١٠/١٧	٧٦ر٤٨	٣١ر٦٣	٨٢ر٧٣	١٠٥ر٦٧	٦٠ر٤٥
١١٧	١٤٠٧/١٠/٢٤	٧٧ر١٨	٣١ر٧٠	٨٣ر٦٨	١٠٤ر٧٦	٦٠ر٩٧
١١٨	١٤٠٧/١١/ ١	٧٧ر٦٥	٣١ر٨١	٨٣ر٠٦	١٠٦ر٢٤	٦٠ر٧٩
١١٩	١٤٠٧/١١/ ٨	٧٧ر٦٧	٣١ر٥٣	٨٤ر١١	١٠٨ر٩١	٦١ر٢١
١٢٠	١٤٠٧/١١/١٥	٧٧ر٩٢	٣٢ر٤٦	٨٣ر٥٤	١٠٨ر٦٧	٦١ر٣٧
١٢١	١٤٠٧/١١/٢٢	٨٤ر١٧	٣٢ر٤٥	٨٤ر٢٩	١٠٩ر٩١	٦٢ر٢٨
١٢٢*	١٤٠٧/١١/٢٩	٨٥ر٤٩	٣٣ر —	٨٤ر٣٥	١٠٦ر٨١	٦٢ر٦١
١٢٣	١٤٠٧/١٢/١٥	٧٨ر٦٢	٣٣ر٠٩	٨٤ر٣٥	١٠٦ر٨٢	٦٢ر٠٤
١٢٤	١٤٠٧/١٢/٢٢	٧٧ر٦٦	٣٢ر٩٢	٨٣ر١٣	١٠٧ر١٩	٦١ر٣٣
١٢٥	١٤٠٧/١٢/٢٩	٧٧ر٨٧	٣٣ر٣٤	٨٣ر٢٨	١٠٨ر٢٤	٦١ر٦١
١٢٦	١٤٠٨/ ١/ ٥	٧٨ر٣٥	٣٣ر١٣	٨٢ر٨١	١٠٨ر١٠	٦١ر٣٥
١٢٧	١٤٠٨/ ١/١٢	٧٧ر٩٢	٣٢ر٩٩	٨٣ر١٥	١١٠ر٠١	٦١ر٤٤
١٢٨	١٤٠٨/ ١/١٩	٧٩ر٧٣	٣٢ر٣٩	٨١ر٨٦	١٠٩ر٦٣	٦٠ر٧٤
١٢٩	١٤٠٨/ ١/٢٦	٧٩ر٧٢	٣٢ر٤٥	٨٣ر٧٩	١٠٩ر٢٠	٦١ر٦٥
١٣٠	١٤٠٨/ ٢/ ٣	٧٨ر٧٢	٣١ر٨٨	٨٢ر٨٧	١١٠ر٥٣	٦٠ر٩١
١٣١	١٤٠٨/ ٢/١٠	٧٩ر٤٩	٣٢ر٣٤	٨٤ر٣٩	١٠٨ر٩٦	٦١ر٨٥
١٣٢	١٤٠٨/ ٢/١٧	٨١ر٨٧	٣٢ر٩٢	٨٤ر٨٩	١٠٨ر٩١	٦٢ر٥٤
١٣٣	١٤٠٨/ ٢/٢٤	٨١ر٤١	٣٢ر٨٧	٨٤ر١٢	١١١ر٣٤	٦٢ر١٧
١٣٤	١٤٠٨/ ٣/ ٢	٨١ر٩٦	٣٢ر٨٤	٨٢ر٤٧	١١١ر٦٧	٦١ر٤٥
١٣٥	١٤٠٨/ ٣/ ٩	٨٠ر٦٦	٣٣ر٣١	٨٢ر٩٥	١٠٩ر٢٠	٦١ر٧١
١٣٦	١٤٠٨/ ٣/١٦	٨١ر٠٣	٣٣ر٥٣	٨١ر٠٦	١١٠ر٠١	٦٠ر٩٩
١٣٧	١٤٠٨/ ٣/٢٣	٨١ر٤٢	٣٣ر٨١	٨٠ر٧٢	١٠٩ر٤٨	٦٠ر٥٤
١٣٨	١٤٠٨/ ٣/٣٠	٨٣ر٦٩	٣٤ر٢٢	٨١ر٩٥	١٠٨ر٠١	٦١ر٨٩
١٣٩	١٤٠٨/ ٤/ ٧	٨٤ر٤٧	٣٤ر٠٠	٨١ر٧٠	١٠٩ر٣٨	٦١ر٧٨
١٤٠	١٤٠٨/ ٤/١٤	٨٥ر٤٩	٣٤ر٥٣	٨١ر٦٧	١٠٩ر٧٢	٦٢ر٠٩

* اجازه عيد الفطر واجازة عيد الاضحى المبارك .

ثانيا : طبقا للفرض الثاني (أساس المؤشر هو المتوسط الاسبوعي لعدد ٥٢ أسبوع عمل من تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ = ١٠٠) :

١ - طبقا لهذا الفرض يلزم حساب رقم الاساس الذى يمثل متوسط هذه الفترة والتي شملت المدة من يوم ١٤٠٥/٥/٢٦ حتى نهاية يوم ١٤٠٦/٦/١٢ هـ وذلك بالنسبة لكل مجموعة من المجموعات الخمسة . ويوضح الجدول التالي هذه الارقام الاساسية :

اسم المجموعة النوعية	الشركات المالية	الشركات الصناعية	شركات النقل والخدمات	الشركات الزراعية	الرقم المركب العام
أساس المؤشر (بالالف)	٨٣٦٣٧٣٧ (= ١٠٠)	٤٠٢٦٣٢٦٤ (= ١٠٠)	٤٤٢٧٢٥٦٠ (= ١٠٠)	١٩١٧٢٧٥ (= ١٠٠)	٩٤٨١٦٢٢٤ (= ١٠٠)

ومن هنا تعتبر هذه الارقام أساسا للمؤشر المعد طبقا لهذا الفرض الثاني .

٢ - ايجاد مجموع ناتج جداء عدد أسهم كل شركة من الشركات التي تضمها كل من هذه المجاميع في القيمة السوقية المتوسطة وذلك بالنسبة لكل من الاسابيع التالية لفترة الاساس وذلك من الاسبوع رقم ٥٣ حتى الاسبوع رقم ١٤٠ وعددها ٨٨ أسبوعا ، أى سيكون لدينا لكل مجموعة ٨٨ رقما للمؤشر تعتمد على هذا الاساس الجديد ويكون :

$$\text{الرقم الجديد للمؤشر} = ١٠٠ \times \frac{\text{القيمة السوقية الاجمالية الجديدة لاسهم شركات المجموعة}}{\text{متوسط القيمة السوقية لاسهم المجموعة في فترة الاساس الثانية}}$$

وفترة الاساس هنا يمثلها متوسط ٥٢ أسبوع المبتدئة من ١٤٠٥/٥/٢٦ وعلى ذلك يكون المؤشر هنا أيضا قائما على أساس المتوسطات المرجحة لكنه

يعتمد في حسابه على فترة أساس طويلة نسبيا الهدف منها استبعاد التذبذبات المؤقتة التي حدثت في أسعار الاسهم عند بداية تطبيق أسلوب التداول الجديد الذى قصر هذا التداول على البنوك التجارية فقط .

٣ ـ على سبيل المثال سيكون رقم مؤشر الاسبوع الاول التالي لانتهاء فترة الاساس بالنسبة لاسهم الشركات المالية :

$$= ١٠٠ \times \frac{٧٫٠٥٤٫٠٠٠٫٠٠٠}{٨٫٣٦٣٫٧٣٧٫٠٠٠} = ٨٤٫٣٤$$

وهكذا تنتج بقية أرقام المؤشر الاخرى طبقا لهذا الفرض أى سيكون لدينا ٨٨ رقم لكل مؤشر × ٥ مؤشرات = ٤٩٠ رقم ، ويوضح الجدول التالي رقم (١٢) نتائج المؤشر طبقا لهذا الفرض الثاني .

ثالثا : باستخدام بيانات سنوية واعتبار أن الاساس هو القيمة الاجمالية للاسهم (يوم أول محرم ١٤٠٠ = ١٠٠) :

لقد تم هنا تجميع بيانات القيمة السوقية لاسعار أسهم الشركات المختلفة التي يضمها المؤشر في أول كل عام ابتداء من عام ١٤٠٠ حتى بداية عام ١٤٠٨ هـ وذلك من عدة مصادر ، منها البنك الاهلي السعودى وبعض المكاتب الخاصة التي كانت تقوم في السابق ببيع وشراء الاسهم كمؤسسة طالب للاسهم ، ونظرا للتفاوت الملحوظ الذى وجد بين هذه الارقام لذلك فلقد تم استخدام المتوسط الحسابي لمجموعها أما بالنسبة للشركات التي أنشأت بعد بداية هذا التاريخ فلقد تم افتراض أن القيمة الاساسية لاسهمها قد بدأت في هذا التاريخ واستمرت ثابتة خلال المدة السابقة للانشاء ، والهدف هنا هو مجرد توفير أسلوب

جدول رقم (١٢)

"المؤشر الاسبوعي للاسهم السعودية طبقا للاساس الثاني"

الاساس** متوسط أرقام الفترة من ١٤٠٥/٥/٢٦ الى ١٤٠٦/٦/١٢ (٥٢ أسبوع) = ١٠٠

رقم الاسبوع	تاريخ بداية الاسبوع	مؤشر الاسهم المالية	مؤشر الاسهم الصناعية	مؤشر أسهم الخدمات	مؤشر الاسهم الزراعية	المؤشر العام
١	١٤٠٦/ ٦/١٣	٨٤ر٣٤	٥١ر٥٩	٨٨ر٧٢	٨٥ر٣٣	٧٢ر٥١
٢	١٤٠٦/ ٦/٢٠	٨٤ر٤٠	٥١ر٦٣	٨٧ر٦٧	٨٨ر٤٠	٧٢ر٠٩
٣	١٤٠٦/ ٦/٢٧	٨٥ر٢٠	٥١ر٢٩	٨٥ر٥٢	٨٣ر٢٩	٧٠ر٩١
٤	١٤٠٦/ ٧/ ٥	٨٤ر٨٦	٥٠ر٧٨	٨٤ر٦٨	٨٣ر٣٠	٧٠ر٢٨
٥	١٤٠٦/ ٧/١٢	٨٢ر٤١	٥٠ر٧٦	٨٢ر٥٤	٨٦ر٦٣	٦٩ر١٢
٦	١٤٠٦/ ٧/١٩	٨١ر١٥	٥١ر٧٥	٨١ر٥٩	٨٨ر٣٠	٦٩ر٠٢
٧	١٤٠٦/ ٧/٢٦	٨١ر١٠	٥١ر٤٢	٨١ر٦٨	٨٥ر٣٢	٦٨ر٨٥
٨	١٤٠٦/ ٨/ ٤	٨١ر٩١	٥١ر١٠	٨٠ر٦٨	٨٨ر٤٥	٦٨ر٣٩
٩	١٤٠٦/ ٨/١١	٧٩ر٣٩	٥٠ر٩٥	٨١ر٨٨	٨٣ر٣٩	٦٨ر٥٦
١٠	١٤٠٦/ ٨/١٨	٧٨ر١٧	٥١ر١٢	٨٠ر٦٦	٨٥ر٣٨	٦٨ر٠٠
١١	١٤٠٦/ ٨/٢٥	٧٨ر٧٦	٥٠ر٤٤	٨٠ر٧٧	٨٥ر٢٨	٦٧ر٨١
١٢	١٤٠٦/ ٩/ ٢	٧٧ر٦٩	٤٩ر٥٧	٧٩ر٩٢	٨٩ر٦٠	٦٧ر٠٣
١٣	١٤٠٦/ ٩/ ٩	٧٥ر٩٩	٥٠ر٥٢	٨٢ر٩٦	٨٨ر٢٠	٦٨ر٦٨
١٤	١٤٠٦/ ٩/١٦	٧٥ر٢٣	٤٩ر٥٠	٨٢ر٠٢	٧٨ر٩١	٦٧ر٥٥
١٥*	١٤٠٦/١٠/ ٥	٧٢ر٥٨	٥١ر٣٧	٨٢ر٩٧	٨٢ر٠٩	٦٨ر٦٢
١٦	١٤٠٦/١٠/١٤	٧٣ر٣٩	٥٠ر٢٧	٨٢ر٩٨	٨٥ر٢٣	٦٨ر٢٩
١٧	١٤٠٦/١٠/٢١	٧١ر٥٦	٥١ر٠٢	٨٢ر٠٦	٨٥ر٧٤	٦٨ر٠٣
١٨	١٤٠٦/١٠/٢٨	٧٢ر٦٨	٥٠ر١٠	٨٢ر٩٣	٧٩ر٤٨	٦٨ر٠٢
١٩	١٤٠٦/١١/ ٥	٧١ر٥٧	٤٩ر٧٩	٨٣ر١٦	٨٦ر٣٢	٦٨ر٠٤
٢٠	١٤٠٦/١١/١٢	٧٠ر٠٣	٤٩ر٠٢	٨٢ر٩٨	٨٤ر١٢	٦٧ر٤٤
٢١	١٤٠٦/١١/١٩	٧٢ر٢٠	٤٨ر٧٧	٨٣ر٣١	٨٢ر٦٧	٦٧ر٦٥
٢٢	١٤٠٦/١١/٢٦	٦٧ر٩٦	٤٨ر٥١	٨١ر٧٢	٧٧ر١٤	٦٦ر٣٢
٢٣	١٤٠٦/١٢/ ٤	٦٩ر٠٤	٤٦ر٨٩	٨١ر٢٧	٧٩ر٩٠	٦٥ر٥٧
٢٤*	١٤٠٦/١٢/١٨	٧٢ر٦٨	٤٦ر١١	٨١ر٩٢	٨٢ر١٤	٦٥ر٩١
٢٥	١٤٠٦/١٢/٢٥	٦٩ر٠١	٤٦ر٦٤	٨٠ر٦٢	٨٠ر١٦	٦٥ر١٧
٢٦	١٤٠٧/ ١/ ٢	٧٠ر٠٥	٤٦ر٦٨	٨١ر٥١	٨٢ر٠٤	٦٥ر٧٢
٢٧	١٤٠٧/ ١/ ٩	٦٩ر٨١	٤٦ر٠٩	٨٠ر٩٦	٨١ر٩٣	٦٥ر١٩
٢٨	١٤٠٧/ ١/١٦	٦٧ر١٢	٤٥ر٦٦	٨١ر٨٠	٨٣ر٩٢	٦٥ر٢٠
٢٩	١٤٠٧/ ١/٢٣	٦٦ر٧٥	٤٣ر٨٥	٨٣ر٢٨	٨٦ر٩٩	٦٥ر١٦
٣٠	١٤٠٧/ ٢/ ١	٦٨ر٤٦	٤٤ر٦٠	٨٢ر٩٧	٨٦ر٠١	٦٥ر٤٥
٣١	١٤٠٧/ ٢/ ٨	٦٩ر٤١	٤٤ر٠٥	٨٤ر١٧	٨٩ر٧٦	٦٥ر٩٤
٣٢	١٤٠٧/ ٢/١٥	٧٠ر٠٣	٤٥ر٧١	٨٤ر٤٤	٩٣ر٧٨	٦٦ر٩١
٣٣	١٤٠٧/ ٢/٢٢	٧٠ر٠٤	٤٥ر٥٦	٨٤ر٥٥	٩٢ر٥٢	٦٦ر٨٧
٣٤	١٤٠٧/ ٢/٢٩	٧٠ر٤١	٤٥ر٦٦	٨٥ر٢٢	٩٣ر٦٢	٦٧ر٢٨
٣٥	١٤٠٧/ ٣/ ٦	٧٠ر٨٦	٤٤ر١٣	٨٤ر٩٥	٩٠ر١٨	٦٦ر٤٨
٣٦	١٤٠٧/ ٣/١٣	٧١ر٩٤	٤٤ر٩٥	٨٥ر١٧	٩١ر٧٩	٦٧ر٠٦
٣٧	١٤٠٧/ ٣/٢٠	٧٠ر٥٠	٤٦ر٠٦	٨٦ر٥٥	٩٢ر٥٧	٦٨ر٠٦
٣٨	١٤٠٧/ ٣/٢٧	٧٢ر٩٣	٤٤ر٨٨	٨٦ر٨٠	٩٥ر١٨	٦٧ر٩٤
٣٩	١٤٠٧/ ٤/ ٥	٧٤ر٢٦	٤٤ر٣٧	٨١ر٧٩	٩٤ر٧٦	٦٥ر٥٠
٤٠	١٤٠٧/ ٤/١٢	٧٣ر٤٧	٤٤ر٢٣	٨٤ر٧٦	٩٨ر٦٢	٦٦ر٨٣
٤١	١٤٠٧/ ٤/١٩	٧٣ر٦٢	٤٣ر٧٥	٨٣ر٩٨	٩٨ر٠٠	٦٦ر٢٧
٤٢	١٤٠٧/ ٤/٢٦	٧١ر٩٧	٤٤ر٢١	٨٢ر٢٢	٩٥ر٦٥	٦٥ر٤٥
٤٣	١٤٠٧/ ٥/ ٣	٧٤ر٠١	٤٣ر٦٠	٨٦ر٢٠	٩٨ر٤٢	٦٧ر٢٨
٤٤	١٤٠٧/ ٥/١٠	٧٤ر٨٦	٤٥ر٢٧	٨٣ر٩٣	٩٧ر٧٤	٦٦ر٩٩
٤٥	١٤٠٧/ ٥/١٧	٧٤ر٢٦	٤٥ر٥٠	٨٤ر٣٢	٩٩ر٧٢	٦٧ر٢٦

* اجازة عيد الفطر واجازة عيد الاضحى المبارك .

** انظر ملحق البحث رقم ٢/٤

تابع جدول رقم (١٢)

رقم الاسبوع	تاريخ بداية الاسبوع	مؤشر الاسهم المالية	مؤشر الاسهم الصناعة	مؤشر أسهم الخدمات	مؤشر الاسهم الزراعية	المؤشر العام
٤٦	١٤٠٧/ ٥/٢٤	٧٥ر٠٦	٤٥ر٥٦	٨٥ر٠٧	٩٨ر٢١	٦٧ر٦٨
٤٧	١٤٠٧/ ٦/ ٢	٧٣ر٠٥	٤٤ر٥٩	٨٧ر١٣	١٠٠ر٩٢	٦٨ر١٠
٤٨	١٤٠٧/ ٦/ ٩	٧٥ر٧٠	٤٣ر١٦	٨٧ر٣٩	١٠٥ر٢٠	٦٧ر٩٣
٤٩	١٤٠٧/ ٦/١٦	٧٥ر١٥	٤٢ر٨٠	٩٢ر٣٣	١٠٦ر٧٦	٧٠ر٠٨
٥٠	١٤٠٧/ ٦/٢٣	٧٨ر٤٢	٤٣ر٩١	٩٣ر٠٠	١٠٥ر٩٣	٧١ر١٣
٥١	١٤٠٧/ ٦/٣٠	٧٩ر٧١	٤٣ر٩٧	٩١ر٠٥	١٠٦ر٥٥	٧٠ر٣٧
٥٢	١٤٠٧/ ٧/ ٧	٨١ر٢٧	٤٤ر٦٤	٩٠ر٩٨	١٠٨ر٦٤	٧٠ر٨٠
٥٣	١٤٠٧/ ٧/١٤	٨٣ر٢٥	٤٤ر٣٣	٩٣ر٢١	١١٠ر١٠	٧١ر٩٢
٥٤	١٤٠٧/ ٧/٢١	٨٦ر٨٢	٤٣ر٢٤	٩٤ر٥٦	١١٤ر٥٣	٧٢ر٤٩
٥٥	١٤٠٧/ ٧/٢٨	٨٨ر٩٩	٤٣ر٧٩	٩٤ر٧٦	١١٢ر٦٥	٧٢ر٩٧
٥٦	١٤٠٧/ ٨/ ٦	٩٢ر٠٢	٤٤ر٨٩	٩٥ر٧١	١١٧ر٢٥	٧٤ر٢٤
٥٧	١٤٠٧/ ٨/١٣	٩١ر١٠	٤٤ر٠٩	٩٧ر١٢	١١٤ر٠٦	٧٤ر٤١
٥٨	١٤٠٧/ ٨/٢٠	٩٢ر٥٧	٤٥ر١٧	٩٩ر٥٢	١١٦ر٩٨	٧٦ر١٨
٥٩	١٤٠٧/ ٨/٢٧	٩٢ر٧٨	٤٦ر٣٣	١٠٠ر٦١	١١٦ر٧٢	٧٧ر٢٠
٦٠	١٤٠٧/ ٩/ ٥	٩٤ر٦٧	٤٦ر٨٤	١٠١ر٠٨	١١٨ر٦٠	٧٧ر٨٣
٦١	١٤٠٧/ ٩/١٢	٩٢ر٤٩	٤٥ر٨٩	١٠١ر٠٧	١١٨ر٣٤	٧٧ر٥٦
٦٢	١٤٠٧/ ٩/١٨	٩٢ر٨٣	٤٦ر٩٢	١٠١ر٥٦	١١٨ر١٩	٧٧ر٩٢
٦٣*	١٤٠٧/١٠/١٠	٩٣ر١٤	٣٨ر٤٥	١٠١ر٥٣	١١٦ر٦٢	٧٤ر٣١
٦٤	١٤٠٧/١٠/١٧	٩٢ر٩٣	٣٩ر٠٩	٩٨ر٦٦	١١٥ر٦٣	٧٣ر٢١
٦٥	١٤٠٧/١٠/٢٤	٩٣ر٧٨	٣٩ر١٩	٩٩ر٨١	١١٤ر٦٤	٧٣ر٨٣
٦٦	١٤٠٧/١١/ ١	٩٤ر٣٥	٣٩ر٣٢	٩٩ر٠٦	١١٦ر٢٥	٧٣ر٦٣
٦٧	١٤٠٧/١١/ ٨	٩٤ر٣٨	٣٨ر٩٧	١٠٠ر٣٢	١١٩ر١٧	٧٤ر١٣
٦٨	١٤٠٧/١١/١٥	٩٤ر٦٨	٤٠ر١٢	٩٩ر٦٤	١١٨ر٩١	٧٤ر٣٢
٦٩	١٤٠٧/١١/٢٢	١٠٢ر٢٨	٤٠ر١١	١٠٠ر٥٣	١٢٠ر٢٧	٧٥ر٤٣
٧٠	١٤٠٧/١١/٢٩	١٠٣ر٨٩	٤٠ر٧٩	١٠٠ر٦٠	١١٦ر٨٨	٧٥ر٨٢
٧١*	١٤٠٧/١٢/١٥	٩٥ر٥٣	٤٠ر٩٠	١٠٠ر٦١	١١٦ر٠٨	٧٥ر١٣
٧٢	١٤٠٧/١٢/٢٢	٩٤ر٣٧	٤٠ر٦٩	٩٩ر١٥	١١٧ر٣٠	٧٤ر٢٧
٧٣	١٤٠٧/١٢/٢٩	٩٤ر٦٣	٤١ر٢١	٩٩ر٣٢	١١٨ر٤٤	٧٤ر٦٢
٧٤	١٤٠٨/ ١/ ٥	٩٥ر٢١	٤٠ر٩٥	٩٨ر٧٦	١١٨ر٢٩	٧٤ر٢٩
٧٥	١٤٠٨/ ١/١٢	٩٤ر٦٩	٤٠ر٧٧	٩٩ر١٧	١٢٠ر٣٧	٧٤ر٤٠
٧٦	١٤٠٨/ ١/١٩	٩٦ر٨٩	٤٠ر٠٣	٩٧ر٦٣	١١٩ر٩٦	٧٣ر٥٦
٧٧	١٤٠٨/ ١/٢٦	٩٦ر٨٨	٤٠ر١١	٩٩ر٩٤	١١٩ر٢٩	٧٤ر٦٦
٧٨	١٤٠٨/ ٢/ ٣	٩٥ر٦٧	٣٩ر٤١	٩٨ر١٤	١٢٠ر٩٥	٧٣ر٧٧
٧٩	١٤٠٨/ ٢/١٠	٩٦ر٦٠	٣٩ر٩٧	١٠٠ر٦٥	١١٩ر٢٣	٧٤ر٩٠
٨٠	١٤٠٨/ ٢/١٧	٩٩ر٤٨	٤٠ر٦٩	١٠١ر٢٥	١١٩ر١٧	٧٥ر٧٤
٨١	١٤٠٨/ ٢/٢٤	٩٨ر٩٢	٤٠ر٦٣	١٠٠ر٣٢	١٢١ر٨٣	٧٥ر٢٨
٨٢	١٤٠٨/ ٣/ ٢	٩٩ر٥٩	٤٠ر٥٩	٩٨ر٣٥	١٢٢ر٢٠	٧٤ر٤٢
٨٣	١٤٠٨/ ٣/ ٩	٩٨ر٠١	٤١ر١٧	٩٨ر٩٣	١١٩ر٤٩	٧٤ر٧٤
٨٤	١٤٠٨/ ٣/١٦	٩٨ر٤٦	٤١ر٤٤	٩٦ر٦٧	١٢٠ر٣٨	٧٣ر٨٦
٨٥	١٤٠٨/ ٣/٢٣	٩٨ر٩٣	٤٠ر٥٥	٩٦ر٢٧	١١٩ر٨٠	٧٣ر٣٢
٨٦	١٤٠٨/ ٣/٣٠	١٠١ر٦٩	٤٢ر٣٠	٩٧ر٧٤	١١٨ر١٩	٧٤ر٩٥
٨٧	١٤٠٨/ ٤/ ٧	١٠٢ر٦٥	٤٢ر٠٣	٩٧ر٤٤	١١٩ر٧٠	٧٤ر٨٢
٨٨	١٤٠٨/ ٤/١٤	١٠٣ر٨٨	٤٢ر٦٨	٩٧ر٤١	١٢٠ر٠٧	٧٥ر٢٠

* اجازة عيد الفطر واجازة عيد الاضحى المبارك .

تأشيرى وارشادى عن التغير الذى حدث في مؤشر الاسّهم بالمملكة خلال فترة أخرى أطول نسبيا عن الفترة الخاضعة أساسا للدراسة ، كما تم أيضا استخدام أسلوب الترجيح بحجم الاسّهم مع اعتبار مجموع ناتج جداء القيمة السوقية لاسّهم هذه الشركات في عدد أسهم كل شركة هو أساس هذا المؤشر وذلك في (أول محرم ١٤٠٠ = ١٠٠) ، هذا بالنسبة للمجموعات النوعية أو بالنسبة لرقم المؤشر المركب وعلى ذلك يكون :

الرقم السنوى الجديد للمؤشر = ١٠٠ × $\frac{\text{القيمة السوقية الاجمالية لاسّهم شركات المجموعة في أول السنة الجديدة}}{\text{القيمة السوقية الاجمالية لاسهم شركات المجموعة في تاريخ الاساس (أول محرم ١٤٠٠هـ)}}$

ومن هنا يكون رقم مؤشر الاسّهم المالية في بداية عام ١٤٠١ مثلا :

= $\frac{\text{١٠٠ × القيمة السوقية الاجمالية لاسّهم الشركات المالية في بداية ١٤٠١}}{\text{القيمة السوقية الاجمالية لاسّهم هذه الشركات في بداية أول محرم ١٤٠٠}}$

= ١٠٠ × $\frac{\text{٦٥٠٨ر٥٠٠ر٠٠٠}}{\text{٥٤٧٦ر٠٠٠ر٠٠٠}}$ = ١١٨ر٨٥

وهكذا أمكن الحصول على بقية أرقام المؤشر الاخرى بالنسبة لكل من المؤشرات الفرعية والمؤشر العام المركب في السنوات التالية وتعرض هذه الارّقام في الجدول التالي رقم (١٣) ٠

(٢ـمـ٣) ملاحظات تجدر الاشارة اليها :

١ ـ البيانات التي تم الاعتماد عليها في حساب أرقام هذا المؤشر بدأت فقط من تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ ويعود هذا أساسا الى أن المملكة هي دولة حديثة التطور ولم تكن هناك نشرات منتظمة عن أسعار الاسّهم صادرة قبل هذا التاريخ ٠

جدول رقم (١٣)

رقم مؤشر الاسهم السعودية

(الاساس ١ محرم ١٤٠٠ = ١٠٠) *

مسلسل	بداية السنة	مؤشر الاسهم المالية	مؤشر الاسهم الصناعية	مؤشر أسهم الخدمات	مؤشر الاسهم الزراعية	المؤشر العام
١	١٤٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
٢	١٤٠١	١١٨ر٨٥	١١٠ر٢٥	٨١ر٧٤	١١٤ر٠٤	٩١ر٥٣
٣	١٤٠٢	١٥٢ر٦٠	١٣٥ر٨١	٦٣ر٦٤	١٣٩ر٦٠	٨٨ر١٣
٤	١٤٠٣	١٧٤ر٣٨	١٥٩ر٩٩	٦٣ر٧٦	١٥١ر٤٠	٩٥ر٩٠
٥	١٤٠٤	٢٦٦ر٨٥	١٧٦ر٤٨	٦٢ر٠١	١٣٣ر٤٢	١٠٢ر٨٣
٦	١٤٠٥	٢٠٧ر٥١	١٤٤ر٥٤	٥٩ر٠٠	١١٣ر٩٣	٨٩ر٣٤
٧	١٤٠٦	١٥٣ر٠٢	٦٣ر٧٠	٤٦ر٧٣	١٠٧ر٠٢	٥٦ر٥٨
٨	١٤٠٧	١٠٤ر٩٣	٥١ر٢٧	٤٠ر٧٣	٩١ر٢٩	٤٦ر٩٥
٩	١٤٠٨	١٤٥ر٥٧	٤٥ر٥٠	٤٩ر٧٨	١٣٠ر٠٥	٥٣ر٦٤

* انظر ملحق البحث رقم ٤ /٣

٢ ـ الشركات المساهمة في المملكة التي أمكن تجميع بياناتها كاملة خلال تلك الفترة هي ٤٤ شركة فقط ، وهذه تمثل في الواقع أغلب الشركات المساهمة الكبيرة في المملكة ، أما الشركات المساهمة الاخرى فهي اما شركات أنشأت حديثا أو شركات نادرا ما جرى تداول أسهمها ، كما يلاحظ أن هذه الشركات ليست ذات نوعية مختلفة بدرجة كبيرة وهذا أيضا يعود للظروف الخاصة بالمملكة وتطورها الحديث ٠

٣ ـ نظرا لانّ عدد الشركات التي يشملها كل من هذه المؤشرات النوعية هو عدد محدود ، لذلك فان أى تغير بسيط في القيمة السوقية لاسّهم الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا يكون له تأثير كبير مباشر على رقم هذا المؤشر النوعي ، وقد يمتد هذا التأثير الى رقم المؤشر المركب ، فعلى سبيل المثال لا الحصر فان الشركة السعودية للصناعات الاسّاسية (سابك) (٩٤) والتي يمثل رأس مالها المدفوع $\frac{1}{8}$ رأس المال المدفوع للشركات المساهمة جميعها ، هذه الشركة لا تعتبر الشركة القائدة لحركة مؤشر الاسّهم الصناعية فحسب بل ان تأثيرها يمتد فعلا ليشمل المؤشر المركب العام ، وهذه الشركة في تأثيرها على مؤشر سوق الاسّهم السعودية تشبه الى حد كبير شركة جنرال موتورز في تأثيرها على مؤشر سوق الاسّهم الامّريكية ، ومن هنا يعتقد الباحث أن أصدق أرقام هذه المؤشرات تعبيرا عن سوق الاسّهم السعودية هو رقم المؤشر المركب وهو أكثرها استقرارا ٠

---

(٩٤) يجدر التنويه هنا بأنه قد صدر حديثا قرار بتجزئة أسهم هذه الشركة وأصبح عدد أسهمها حاليا ١٠٠ مليون سهم وهذا يمثل $\frac{1}{5}$ الحجم الكلي للاسّهم حيث تزايد حجم الاسّهم السعودية بعد هذه التجزئة وأصبح ٤٩٧ مليون سهم٠

٢ ـ الشركات المساهمة في المملكة التي أمكن تجميع بياناتها كاملة خلال تلك الفترة هي ٤٤ شركة فقط ، وهذه تمثل في الواقع أغلب الشركات المساهمة الكبيرة في المملكة ، أما الشركات المساهمة الاخرى فهي اما شركات أنشأت حديثا أو شركات نادرا ما جرى تداول أسهمها ، كما يلاحظ أن هذه الشركات ليست ذات نوعية مختلفة بدرجة كبيرة وهذا أيضا يعود للظروف الخاصة بالمملكة وتطورها الحديث .

٣ ـ نظرا لانّ عدد الشركات التي يشملها كل من هذه المؤشرات النوعية هو عدد محدود ، لذلك فان أى تغير بسيط في القيمة السوقية لاسّهم الشركات ذات الحجم الكبير نسبيا يكون له تأثير كبير مباشر على رقم هذا المؤشر النوعي ، وقد يمتد هذا التأثير الى رقم المؤشر المركب ، فعلى سبيل المثال لا الحصر فان الشركة السعودية للصناعات الاسّاسية (سابك) (٩٤) والتي يمثل رأس مالها المدفوع $\frac{١}{٨}$ رأس المال المدفوع للشركات المساهمة جميعها ، هذه الشركة لا تعتبر الشركة القائدة لحركة مؤشر الاسّهم الصناعية فحسب بل ان تأثيرها يمتد فعلا ليشمل المؤشر المركب العام ، وهذه الشركة في تأثيرها على مؤشر سوق الاسّهم السعودية تشبه الى حد كبير شركة جنرال موتورز في تأثيرها على مؤشر سوق الاسّهم الامّريكية ، ومن هنا يعتقد الباحث أن أصدق أرقام هذه المؤشرات تعبيرا عن سوق الاسّهم السعودية هو رقم المؤشر المركب وهو أكثرها استقرارا .

---

(٩٤) يجدر التنويه هنا بأنه قد صدر حديثا قرار بتجزئة أسهم هذه الشركة وأصبح عدد أسهمها حاليا ١٠٠ مليون سهم وهذا يمثل $\frac{١}{٥}$ الحجم الكلي للاسّهم حيث تزايد حجم الاسّهم السعودية بعد هذه التجزئة وأصبح ٤٩٧ مليون سهم.

٤ - طبقا للاساس الاول المستخدم في حساب المؤشر هنا والذى اعتمد على القيمة السوقية الاجمالية لاسعار الاسهم يوم ١٤٠٥/٥/٢٦ فقد انخفض كل من مؤشر الاسهم المالية ومؤشر الاسهم الصناعية ومؤشر أسهم الخدمات وكذلك المؤشر العام المركب لتصبح على التوالي ٤٩ر٨٥ - ٥٣ر٣٤ - ٦٧ر٨١ - ٠٩ر٦٢ أما المؤشر الوحيد الذى شهد ارتفاعا خلال فترة البحث طبقا لهذا الاساس فهو مؤشر الاسهم الزراعية حيث أصبح رقمه ٧٢ر١٠٩ .

٥ - كذلك بالنسبة للاساس الثاني والذى اعتمد على متوسط القيمة السوقية الاجمالية لاسعار الاسهم خلال سنة كاملة فلقد ارتفع كلا من مؤشر الاسهم المالية ومؤشر الاسهم الزراعية ليصبح رقمهما على التوالي ٨٨ر١٠٣ ، ٠٧ر١٢٠ بينما انخفض كل من مؤشر الاسهم الصناعية ومؤشر أسهم الخدمات والمؤشر العام المركب لتصبح أرقامهما في نهاية فترة البحث طبقا لهذا الترتيب هي ٦٨ر٤٢ - ٤١ر٩٧ - ٢٠ر٧٥ .

٦ - أما نتائج تحليل حركة المؤشر خلال السنوات الثماني الاخيرة فلقد ظهر منها أن مؤشر الاسهم المالية قد شهد ارتفاعا كبيرا خلال فترة طفرة النفط حيث وصل رقم هذا المؤشر الى ٨٥ر٢٦٦ في أول عام ١٤٠٤ هـ ثم تناقص بعد ذلك وأصبح الرقم في بداية عام ١٤٠٨ هو ٥٧ر١٤٥ ، كما ارتفع رقم مؤشر الاسهم الصناعية حتى وصل الى ٤٨ر١٧٦ في أول عام ١٤٠٤ هـ ثم انخفض رقم المؤشر حتى أصبح ٥ر٤٥ في بداية عام ١٤٠٨ هـ ، أما مؤشر أسهم الخدمات فلقد شهد رقمه انخفاضا تدريجيا سنة بعد أخرى حتى أصبح في نهاية الفترة ٧٨ر٤٩ كما شهد في نفس الوقت مؤشر الاسهم الزراعية ارتفاعا تدريجيا مستمرا وأصبح رقمه في نهاية الفترة ٥ر١٣٠ ، وبالنسبة للمؤشر العام المركب فانه

شهد بعض الارتفاع البسيط خلال تلك الفترة لكنه تناقص ثانية وأصبح رقمه في نهاية الفترة ٦٤ر٥٣ .

ومن هذا يتضح أنه لا توجد فروق جوهرية تذكر بين نتائج هذه المؤشرات جميعا طبقا لهذه الفروض المختلفة، وعليه يمكن هنا أن نركز على تحليل نتائج المؤشر الذى تم حسابه طبقا للاساس الاول والذى اعتمد على القيمة السوقية الاجمالية لاسعار الاسهم يوم ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ ، باعتبار أن هذه الارقام من حيث الحجم هي أكثرها ملائمة للقيام بمثل هذا التحليل .

(٦-٢) <u>تحليل نتائج المؤشرات النوعية لمجموعات النشاط الاقتصادى المختلفة بالمملكة</u> :

في هذا الجزء من البحث سوف نقوم بدراسة وتحليل النتائج للمؤشرات النوعية المختلفة لمجموعات النشاط الاقتصادى المختلفة بالمملكة خلال الفترة التي شملتها هذه الدراسة وهي من تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ الى ١٤٠٨/٤/٢٠ هـ وذلك طبقا للاساس الاول المستخدم، ونوضح في الجدول التالي رقم (١٤) تعريفا بهذه المتغيرات الخاضعة للتحليل كما نعرض الوسط الحسابي لمؤشر كل مجموعة منها كمقياس للنزعة المركزية كذلك نقدم الانحراف المعيارى كمقياس للتشتت ، ومعامل الاختلاف لتوضيح التفاوت النسبي ، كما نقدم في الجدول رقم (١٥) مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون بين هذه المؤشرات النوعية وذلك لتوضيح العلاقات بين هذه المتغيرات .

جدول رقم (١٤) المتغيرات الخاضعة للتحليل

رقم المتغير	رمز المتغير	تعريف المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة	معامل الاختلاف $S.D/\bar{X}$	عدد المشاهدات (n)
1	X_1	مؤشر أسهم الشركات المالية	٧٣ر٥٦	١١ر٥٥	٥٤ر٩	١٠٠	ر١٥٧	١٤٠
2	X_2	مؤشر أسهم الشركات الصناعية	٥٢ر٩٣	٢٢ر٧٨	٣١ر١	١٠٠	ر٤٣٠	١٤٠
3	X_3	مؤشر أسهم شركات الخدمات	٧٨ر٦٠	٩ر٢٦	٦٧	١٠٠ر١	ر١١٨	١٤٠
4	X_4	مؤشر أسهم الشركات الزراعية	٩٢ر١٧	١١ر٦٥	٧٠ر٥	١١١ر٧	ر١٢٦	١٤٠
5	X_5	المؤشر المركب للاسهم السعودية	٦٧ر٣١	١٣ر٦٦	٥٣ر٨	١٠٠	ر٢٠٢	١٤٠

ويلاحظ هنا من الجدول رقم (١٤) أن الانحراف المعيارى كان مرتفعا خلال فترة البحث وبصورة خاصة بالنسبة لمؤشر الاسهم الصناعية، مما يدل على التغيرات الكبيرة نسبيا التي حدثت في هذا القطاع ، بينما كانت الانحرافات المعيارية أقل نسبيا في المؤشرات النوعية الاخرى مما يدل على حدوث تغيرات أقل في حركة هذه القطاعات .

جدول رقم (١٥)

مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون

المتغيرات	X_1	X_2	X_3	X_4	X_5
X_1	1.00	0.6585	0.9104	0.6245	0.8430
X_2	0.6585	1.00	0.5659	-0.0573	0.9476
X_3	0.9104	0.5659	1.00	0.6666	0.7977
X_4	0.6245	-0.0573	0.6666	1.00	0.2285
X_5	0.8430	0.9476	0.7977	0.2285	1.00

وعلى ذلك تأخذ مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون الشكل التالي :

$$\begin{bmatrix} 1 & r_{12} & r_{13} & r_{14} & r_{15} \\ r_{21} & 1 & r_{23} & r_{24} & r_{25} \\ & & 1 & & \\ & & & 1 & \\ r_{51} & r_{52} & & & 1 \end{bmatrix}$$

ومعامل الارتباط (الواحد الصحيح) يدل على وجود علاقة خطية بين المتغيرات ، وبالطبع يمكن عن طريق استخدام هذه المصفوفة الحصول على معاملات الارتباط [٩٥] الجزئية بين المؤشر المركب وكل من

(٩٥) J. Johnston, Econometric Methods, 2nd edition, N.Y., McGraw-Hill Book Company, 1972, p. 62 .

المؤشرات النوعية الاخرى في حالة ثبوت أرقام مؤشر آخر وذلك طبقا للقاعدة :

$$r_{12.n} = \frac{r_{12} - r_{1n} \cdot r_{2n}}{(1 - r_{1n}^2)^{\frac{1}{2}} (1 - r_{2n}^2)^{\frac{1}{2}}}$$

حيث $r_{12.n}$ تمثل الارتباط الجزئي بين X_1 ، X_2 عندما تبقى n ثابتة ، n هنا يمكن أن تأخذ الأرقام ٣ ، ٤ ، ... طبقا لعدد هذه المتغيرات ، فاذا كنا نرغب في دراسة معاملات الارتباطات الجزئية بين المؤشر المركب وكلا من المؤشرات النوعية الاخرى في حالة ثبوت مؤشر نوعي آخر فانه يجب ايجاد كل من :

$r_{45.n}$, $r_{35.n}$, $r_{25.n}$, $r_{15.n}$

وذلك على النحو التالي :

1) $$r_{15.2} = \frac{r_{15} - r_{12} \cdot r_{52}}{\sqrt{1 - r_{12}^2}\ \sqrt{1 - r_{52}^2}} = 0.9113$$

حيث $r_{15.2}$ تعني الارتباط الجزئي بين X_1 ، X_5 عندما تكون X_2 ثابتة (٩٦)

2) $$r_{15.3} = \frac{5_{15} - r_{13} \cdot r_{53}}{\sqrt{1 - r_{13}^2}\ \sqrt{1 - r_{53}^2}} = 0.7765$$

حيث $r_{15.2}$ تعني الارتباط الجزئي بين X_1 ، X_5 عندما تكون X_3 ثابتة

3) $$r_{15.4} = \frac{r_{15} - r_{14} \cdot r_{54}}{\sqrt{1 - r_{14}^2}\ \sqrt{1 - r_{54}^2}} = 0.9210$$

---

(٩٦) G.U. Yule, and M.G. Kendall, <u>An Introduction to the theory of statistics</u>, London, Charles Griffin

حيث $r_{15.4}$ تعني الارتباط الجزئي بين X_1 ، X_5 عندما تكون X_4 ثابتة.

وبالمثل تكون :

$$4)\quad r_{25.1} = \frac{r_{25} - r_{21} \cdot r_{51}}{\sqrt{1 - r_{21}^2}\ \sqrt{1 - r_{51}^2}} = 0.9696$$

$$5)\quad r_{25.3} = \frac{r_{25} - r_{23} \cdot r_{53}}{\sqrt{1 - r_{23}^2}\ \sqrt{1 - r_{53}^2}} = 0.9979$$ ،

$$6)\quad r_{25.4} = \frac{r_{25} - r_{24} \cdot r_{54}}{\sqrt{1 - r_{24}^2}\ \sqrt{1 - r_{54}^2}} = 0.9885$$ ،

كذلك تكون :

$$7)\quad r_{35.1} = \frac{r_{35} - r_{31} \cdot r_{51}}{\sqrt{1 - r_{31}^2}\ \sqrt{1 - r_{51}^2}} = 0.1358$$

$$8)\quad r_{35.2} = \frac{r_{35} - r_{32} \cdot r_{52}}{\sqrt{1 - r_{32}^2}\ \sqrt{1 - r_{52}^2}} = 0.9927$$ ،

$$9)\quad r_{35.4} = \frac{r_{35} - r_{34} \cdot r_{54}}{\sqrt{1 - r_{34}^2}\ \sqrt{1 - r_{54}^2}} = 0.8893$$ ،

كما تكون :

$$10)\quad r_{45.1} = \frac{r_{45} - r_{41} \cdot r_{51}}{\sqrt{1 - r_{41}^2}\ \sqrt{1 - r_{51}^2}} = -0.7092$$

$$11)\quad r_{45.2} = \frac{r_{45} - r_{42} \cdot r_{52}}{\sqrt{1 - r_{42}^2}\ \sqrt{1 - r_{52}^2}} = 0.8867$$ ،

$$12)\quad r_{45.3} = \frac{r_{45} - r_{43} \cdot r_{53}}{\sqrt{1 - r_{43}^2}\ \sqrt{1 - r_{53}^2}} = -\,0.6745$$

ويلاحظ من النتائج التي تشير اليها مصفوفة معاملات الارتباط البسيط المرضحة بالجدول رقم (١٥) ومن دراسة معاملات الارتباط الجزئي بين المؤشر العام المركب والمؤشرات النوعية الاخرى في حالة تثبيت البعض الآخر من أرقام هذه المؤشرات ما يلي :

١ ـ لقد زاد معامل الارتباط بين مؤشر الاسهم المالية والمؤشر المركب عندما ثبتنا أرقام مؤشر الاسهم الصناعية وكذلك عندما ثبتنا أرقام مؤشر الاسهم الزراعية بينما نقص معامل الارتباط هذا عندما ثبتنا أرقام مؤشر أسهم الخدمات .

٢ ـ زادت جميع معاملات الارتباط بين مؤشر الاسهم الصناعية والمؤشر المركب عندما ثبتنا أرقام كل من بقية المؤشرات النوعية الاخرى .

٣ ـ بالنسبة لمعاملات الارتباط بين مؤشر أسهم الخدمات والمؤشر المركب فلقد لوحظ أن هذه المعاملات قد زادت عندما ثبتنا أرقام مؤشر الاسهم الصناعية أو أرقام مؤشر الاسهم الزراعية بينما نقصت عندما ثبتنا أرقام مؤشر الاسهم المالية مما يدل على أن العلاقة القوية السابقة كان مرجعها أثر أرقام هذا المؤشر المستبعد .

٤ ـ لقد نقصت معاملات الارتباط بين المؤشر الزراعي والمؤشر المركب عندما ثبتنا أرقام مؤشر الاسهم المالية أو أرقام مؤشر أسهم الخدمات مما يؤكد أثر هذين المؤشرين ، ولقد زاد معامل الارتباط فقط عندما قمنا بتثبيت أرقام المؤشر الصناعي .

وبالطبع فان نقص نواتج معاملات الارتباط الجزئية عن معاملات الارتباط البسيطة يدل على أن العلاقات الاقوى السابقة كان مرجعها أثر أرقام هذه المؤشرات المستبعدة مما نتج عنه نقص هذه العلاقة بعد استبعاد هذا الاثر ، كما لوحظ أن رقم مؤشر الاسّهم المالية ثم رقم مؤشر أسهم الخدمات كان لهما آثارا واضحة على هذه العلاقات القوية السابقة، وأن مرجع هذه العلاقة القوية السابقة كان هو أثر أرقام هذين المؤشرين .

(٢-٦-١) <u>تحليل نتائج المؤشرات باستخدام أسلوب تحليل الانحدار</u> : من هنا يمكن بناء العلاقات الدالية التالية بين هذه المتغيرات السابق تعريفها وذلك باعتبار أن :

$$X_1 = f(X_2 , X_3 , X_4)$$

حيث X_1 متغير تابع ، $\{X_2 ، X_3 ، X_4\}$ تمثل المتغيرات التفسيرية، وحيث أنه من المفترض أن الزيادة في نشاط أى من هذه القطاعات الاقتصادية المختلفة صناعية كانت أم زراعية وكذلك الزيادة في نشاط قطاع النقل والخدمات تؤدى في نفس الوقت الى نشاط أكبر في قطاع الاسّهم المالية الذى يمثله مؤشر الاسّهم المالية، وأن كل قطاع منهما ينعكس تأثيره على القطاع الاخّر بشكل ما ، وأن هذه القطاعات جميعا تكون أدوات السوق المالي في المملكة، بناء على ذلك نتوقع أن تكون اشارات جميع معاملات التفاضل الجزئية للمتغيرات التابعة بالنسبة للمتغيرات المستقلة الاخرى هي معاملات موجبة ومن هنا يمكن أن تأخذ العلاقات الدالية صورا خطية منها :

$$1)\ X_1 = a_0 + a_1 X_2 + a_2 X_3 + a_3 X_4 + E_1$$

وبالطبع فان نقص نواتج معاملات الارتباط الجزئية عن معاملات الارتباط البسيطة يدل على أن العلاقات الاقوى السابقة كان مرجعها أثر **أرقام هذه المؤشرات المستبعدة مما نتج عنه نقص هذه العلاقة بعد** استبعاد هذا الاثر ، كما لوحظ أن رقم مؤشر الاسهم المالية ثم رقم مؤشر أسهم الخدمات كان لهما آثارا واضحة على هذه العلاقات القوية السابقة، وأن مرجع هذه العلاقة القوية السابقة كان هو أثر أرقام هذين المؤشرين •

<u>(٢-٦-١) تحليل نتائج المؤشرات باستخدام أسلوب تحليل الانحدار</u> : من هنا يمكن بناء العلاقات الدالية التالية بين هذه المتغيرات السابق تعريفها وذلك باعتبار أن :

$$X_1 = f\ (X_2\ ,\ X_3\ ,\ X_4)$$

حيث X_1 متغير تابع ، $\{X_2 ، X_3 ، X_4\}$ تمثل المتغيرات التفسيرية ، وحيث أنه من المفترض أن الزيادة في نشاط أى من هذه القطاعات الاقتصادية المختلفة صناعية كانت أم زراعية وكذلك الزيادة في نشاط قطاع النقل والخدمات تؤدى في نفس الوقت الى نشاط أكبر في قطاع الاسهم المالية الذى يمثله مؤشر الاسهم المالية، وأن كل قطاع منهما ينعكس تأثيره على القطاع الاخر بشكل ما ، وأن هذه القطاعات جميعا تكون أدوات السوق المالي في المملكة، **بناء** على ذلك نتوقع أن تكون اشارات جميع معاملات التفاضل الجزئية للمتغيرات التابعة بالنسبة للمتغيرات المستقلة الاخرى هي معاملات موجبة ومن هنا يمكن أن تأخذ العلاقات الدالية صورا خطية منها :

$$1)\ X_1 = a_0 + a_1 X_2 + a_2 X_3 + a_3 X_4 + E_1$$

$$2)\ X_2 = b_o + b_1 X_1 + b_2 X_3 + b_3 X_4 + E_2$$

$$3)\ X_3 = C_o + C_1 X_1 + C_2 X_2 + C_3 X_4 + E_3$$

$$4)\ X_4 = d_o + d_1 X_1 + d_2 X_2 + d_3 X_3 + E_4$$

حيث a_i , b_i , c_i , d_i هي معاملات الانحدار

، E_i هي الخطأ العشوائي ويتبع التوزيع الطبيعي بتوقع صفر

، i = 0 ، 1 ، 2 ، 3 ، .....

ولقد تم هنا اختبار هذه النماذج باستخدام بيانات هذه المؤشرات الواردة بالجدول رقم (١١) خلال الفترة من ١٤٠٥/٥/٢٦ الى ١٤٠٨/٤/٢٠ هـ ويتضح من نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول التالي رقم (١٦) ما يلي :

١ ـ أن جميع هذه العلاقات تتمتع بجودة توفيق عالية، ويتمثل ذلك في ارتفاع قيمة معامل التحديد R^2 ، كما يدعم هذه النتيجة أيضا اختبار تحليل التباين حيث كانت معنوية قيم F مرتفعة كذلك. أما بالنسبة لمدى معنوية كل معامل انحدار لتوضيح مدى مساهمة كل متغير تفسيرى في التأثير على المتغيرات التابعة، فانه يتبين من استقراء هذه النتائج أن معامل انحدار جميع هذه المتغيرات كان معنويا بدرجة ثقة ٩٩ ٪ ولم يكن هناك سوى معامل واحد معنويا بدرجة ثقة ٩٠ ٪ ، وهذا يؤكد على وجود تأثيرات قوية متبادلة بين هذه المتغيرات، وبالطبع فهي جميعا تكون أدوات السوق المالي في المملكة العربية السعودية.

كذلك تجدر الاشارة الى أنه كان هناك معامل انحدار سلبي مما لا يتفق مع ما افترضناه من وجود علاقة طردية متوقعة بين هذه

جدول رقم (١٦)

"نتائج تحليل الانحدار لنماذج العلاقات الدالية بين المتغيرات"

(n = 140)

Model No.	Model	Constant Term	X_1	X_2	X_3	X_4	R^2	F	D
1	$X_1 = a_0 + a_1 X_2 + a_2 X_3 + a_3 X_4 + E_1$	-12.6772 (-4.4692		0.2342 (10.029)	0.4823 (6.47	0.3897 (7.7150)	0.9019	416.97	0.3
2	$X_2 = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_3 + b_3 X_4 + E_2$	13.662 (1.6313	1.8152 (10.029)		0.6615 (2.797)	-1.5866 (-15.93)	0.8047	186.77	0.3
3	$X_3 = c_0 + c_1 X_1 + c_2 X_2 + c_3 X_4 + E_3$	16.683 (6.4677)	0.4649 (6.2708)	0.0823 (2.7979		0.2514 (4.536)	0.8531	263.2	0.1
4	$X_4 = d_0 + d_1 X_1 + d_2 X_2 + d_3 X_3 + E_4$	15.34 (3.7475	0.7811 (7.7150)	-0.4104 (-4.536)	0.5228 (4.536)		0.8068	189.3	0.4

* يمثل السطر العلوى معاملات تحليل الانحدار أما السطر السفلي فيمثل قيم t-Values لهذه المعاملات.

** تم تشغيل البيانات على الحاسب الآلي طراز I.B.M./310/3033 واستخدمت خدمة البرامج الجاهزة SAS برنامج SYSREG بوحدة تحليل البيانات بكلية العلوم الادارية - جامعة الملك سعود.

المتغيرات التفسيرية والمتغيرات التابعة باعتبارها جميعا تمثل أدوات السوق المالي ، وكان هذا المعامل السلبي عندما استخدمنا رقم مؤشر الاسهم الزراعية كمتغير تفسيرى واعتبرنا مؤشر الاسهم الصناعية كمتغير تابع أو عند العملية العكسية ، الا أنه يمكن تبرير ذلك بأنه في الوقت الذى حدثت فيه زيادة في رقم مؤشر الاسهم الزراعية فان رقم مؤشر الاسهم الصناعية كان متناقصا ، ويعود هذا النقص أساسا للركود الذى شهده هذا القطاع بعد انخفاض انتاج النفط وأسعاره ، وترشيد الانفاق بالمملكة ، وتراجع الطلب في قطاع التشييد والبناء بعد اكتمال انشاءات البنية الاساسية وانتهاء معظم المشاريع الكبرى الاخرى في المملكة ، بينما شهد القطاع الزراعي في نفس هذا الوقت نشاطا أكبر كنتيجة لزيادة الطلب على السلع الزراعية المنتجة محليا بعد زيادة نسبة الرسوم الجمركية على بعض هذه السلع الزراعية المستوردة ، والتحسن الواضح في الانتاج المحلي من هذه السلع ، وكذلك الزيادة الملحوظة في وعي المستهلك بالمملكة في السنوات الاخيرة واقباله على هذه السلع المنتجة محليا والتي تعتبر بديلا لتلك السلع المستورده التي زادت اسعارها . كما أن سلبية المعامل تعني وجود علاقة عكسية بين قطاعي الصناعة والزراعة في المملكة بحيث أنه اذا زاد الاستثمار في أحدهما نقص في الاخر .

(٢-٦-٢) تحليل نتائج المؤشرات باستخدام طريقة المركبات الاساسية : The Method of Principal Components

في كثير من التطبيقات العملية يتم الحصول على عدد كبير من المشاهدات عن عدد محدود من المتغيرات المرتبطة ، وعلى هذا فان الامر يتطلب البحث عن طرق تمكننا من تخفيض عدد هذه المتغيرات محل البحث ، دون تضحية تذكر بالمعلومات المتوفرة عن هذه المتغيرات جميعا والتي توفرها لنا مصفوفة معاملات الارتباط أو

مصفوفة التباين والتغاير "Variance Covariance Matrix" وأحد هذه الطرق الهامة في التحليل قدمها لنا "Hotelling"(٩٧) في عام ١٩٣٣ ، وسمى طريقته هذه بأسلوب تحليل المركبات الاساسية "Principal Components Analysis" ، وفكرة هذا التحليل تقوم على أساس تدوير المحاور الممثلة للمتغيرات الاصلية ، لنحصل على نموذج جديد من المحاور يمثل تلك المتغيرات التي لها أعظم تباين ، وهذه في الواقع تكافيء عملية تحويل متعامدة لهذه المتغيرات الاصلية "Orthogonal" ، وتكون المركبة الاساسية الاولى وهي أول متغير في هذه المجموعة الجديدة هي عبارة عن تركيب خطي "Linear Combination" من هذه المتغيرات الاصلية الذى يكون له أعظم تباين "Maximum Variance" ، كما أن المركبة الاساسية الثانية هي التركيب الخطي الذى له أعظم تباين من بين كافة التراكيب الخطية غير المرتبطة مع المركبة الاساسية الاولى وهكذا تكون المركبة الاساسية الثالثة هي التركيب الخطي الذى له أعظم تباين من بين كافة التراكيب الخطية غير المرتبطة مع المركبة الاساسية الاولى والثانية ، أى أنه يمكننا أن نقول في عبارة موجزة بأنه يمكن تخفيض تحليل المركبات الاساسية بمحاولة شرح أو تفسير التباين في متجه أى متغير ، وذلك باستبداله بمتغير آخر جديد يتميز بوجود عدد أقل من المركبات وله في نفس الوقت أعظم تباين ، أى أن طريقة المركبات الاساسية كاحدى طرق التحليل العاملي تستلزم تكوين متغيرات جديدة من المتغيرات الاصلية "Construction Out" ، واذا ما رمزنا لهذه المتغيرات الجديدة

---

(٩٧) H. Hotelling, Analysis of A Complex of Statistical variables into principal components, journal of Education Psychology, Vol. 24, Dec. 1933, pp. 417 - 441.

بالرمز (P's) وحيث أن المتغيرات الأصلية (X's) عددها في بحثنا هذا أربعة لذلك يمكن أن تأخذ المتغيرات الجديدة التكوين الخطي طبقا للعلاقات التالية :

$$P_1 = a_{11} X_1 + a_{12} X_2 + \dots + a_{14} X_4$$
$$P_2 = a_{21} X_1 + a_{22} X_2 + \dots + a_{24} X_4$$
$$\vdots \quad \cdots\cdots\cdots\cdots$$
$$P_4 = a_{41} X_1 + a_{42} X_2 + \dots + a_{44} X_4$$

حيث قيم (a's) تسمى بالتحميلات Loading

ويجب هنا ملاحظة أن هذه الطريقة يمكن تطبيقها على متغيرات مقيمة بوحدات قياس مختلفة ، كذلك يمكن استخدام القيم الاصلية (X's) أو استخدام انحرافات هذه القيم الاصلية عن أوساطها $(X_i - \bar{X}_i)$ أو باستخدام قيم معيارية "Standard Values"[(٩٨)] ، وأن لهذه الطريقة تطبيقات واسعة في مجال العلوم الانسانية ، وخاصة في حقل الارقام القياسية لتأكيد مدى المعنوية والثقة في مثل هذه الارقام القياسية ، ولحل مشكلة الازدواج الخطي المتعدد "Multi-Collineority" ، فعن طريق استخدام هذه الطريقة يمكن لنا الاجابة عن بعض التساؤلات الخاصة بمدى قدرة هذه الارقام القياسية على تمثيل الارقام الاصلية تمثيلا جيدا ، كما يمكن لنا تحديد نسب كل من التغاير الكلي الداخل في الحسبان بالنسبة لأىّ مؤشر معين ، والى أى مدى يمكن تمثيل العديد من هذه المؤشرات القياسية برقم مؤشر مركب أو

---

(٩٨) H. Harmann, Modern Factor Analysis, University of Chicago Press, 1967, pp. 23 - 27 .

عام ، مثل المؤشر المركب للاسهم في بحثنا هذا والذى يضم المؤشرات النوعية المختلفة بالمملكة ، وما هي نسب التباين الكلي الداخلة في الحسبان ومدى مساهمة كل من هذه الانشطة المختلفة في التأثير على الرقم الممثل لمخرجات النشاط الاقتصادى عموما .

(٢-٦-٢-١) الاطار العام لتطبيق طريقة المركبات الاساسية :

"Principal Components" ان الخطوة الاولى في تطبيق هذا النموذج هي الحصول على تقديرات لقيم (a's) وهذه يطلق عليها كما أسلفنا لفظ التحميلات "Loading" وهي التي يمكن معها تدوير المحاور الممثلة للمتغيرات الاصلية (X's) لتكافيء عملية تحويل متعامدة[٩٩] "Orthogonal" ، وعلى ذلك فانه يلزم في البداية تقدير هذه المعاملات (a's) كما يلزم بعد ذلك القيام باختبار أرقام (a's) المقدرة لمعرفة مدى معنوياتها احصائيا ، ومن ثم يمكن تقدير عدد المركبات الاساسية التي يجب ابقاءها للقيام بتحليلها .

خطوات تطبيق النموذج :

نبدأ التطبيق هنا باستخدام جدول مصفوفة معاملات الارتباط السابق تقديمه وهو الجدول رقم (١٥) والذى يمثل القطر الرئيسي فيه عناصر الوحدة وهي عناصر الارتباط الذاتي "Self Correlations" حيث ($r_{x_i x_i} = 1$) لجميع قيم i وهذه مصفوفة متماثلة لانّ عناصر التقاء كل صف مع كل عمود هي نفسها عناصر التقاء العمود مع الصف لانّ ($r_{x_j x_i} = r_{x_i x_j}$) حيث j تمثل الصفوف ، i تمثل الاعمدة.

---

٩٩) D. Child, The Essentials of Factor Analysis, N.Y., Harper & Row, 1970, p. 89 .

ثم نقوم بجمع عناصر كل صف وكل عامود من جدول الارتباط السابق رقم (١٥) لكي نحصل على مجموع قيم معاملات الارتباط البسيطة ويكون :

$$\sum_{j}^{K} r_{x_i x_j} = \sum_{i}^{K} r_{x_j x_i}$$

كما نقوم بحساب القيمة الاجمالية لمجموع قيم هذه الاعمدة أو هذه الصفوف وهذه نعبر عنها

$$\sum_{i}^{K} \sum_{j}^{K} r_{x_i x_j}$$

ثم نوجد الجذر التربيعي لهذا الناتج .

من هنا نستطيع الحصول على التحميلات "Loading ($a's$) للمكون الرئيسي الاول P_1 بقسمة مجموع قيم كل عامود على الجذر التربيعي للقيمة الاجمالية لهذه الاعمدة أو الصفوف وعلى ذلك يكون :

$$a_{ij} = \left[\sum_{j}^{K} r_{x_i x_j}\right] \Big/ \left[\sum_{i}^{K} \sum_{j}^{K} r_{x_i x_j}\right]^{\frac{1}{2}}$$

حيث i تشير الى قيم (i^{th}) للمتغير X ، ومجموع مربعات هذه التحميلات بالنسبة لكل مركب أساسي يمكن أن نطلق عليها القيمة الذاتية لهذه المركبة "Eigin Value" أو الجذر المميز "Characteristic Root" لهذه المركبة ، وسوف نرمز لذلك بالحرف اليوناني λ ونكتب أسفله رقم المركب الاساسي الذى يشير اليه وعلى ذلك يكون الجذر المميز للمركبة الاساسية الاولى P_1 هو λ_1 حيث :

$$\lambda_1 = \sum_{i}^{K} a_{1i}^2 = a_{11}^2 + a_{12}^2 + a_{13}^2 + \ldots a_{1k}^2$$

(٢-٦-٢-٢) الاختبارات الأولية للتحميلات : طبقا لمصفوفة معاملات الارتباط وما سبق توضيحه كان لدينا أربعة متغيرات وهي المؤشرات النوعية الأربعة وكان لدينا ١٤٠ مشاهدة لكل متغير تفسيرى من هذه المتغيرات الأربعة والتي رمزنا لها بالرموز (X_1 , X_2 , X_3 , X_4) بناء على ذلك يمكن عرض الجدول التالي رقم (١٧) وطبقا لبيانات هذا الجدول تكون القيمة الاجمالية لمجموع هذه الارتباطات هي $\left(\sum_{i=1}^{4} \sum_{j=1}^{4} r_{x_i x_j} = 10.73 \right.$ والجذر التربيعي لهذا الناتج = 3.2767

أما التحميلات الخاصة بالمركبة الأساسية الأولى P_1 فهي كالتالي :

$$\hat{a}_{11} = 0.9745 , \hat{a}_{12} = 0.6614 , \hat{a}_{13} = 0.9592 , \hat{a}_{14} = 0.681$$

وعلى ذلك تأخذ المركبة الأساسية الأولى الصورة التالية :

$$P_1 = 0.9745 Z_1 + 0.6614 Z_2 + 0.9592 Z_3 + 0.6817 Z_4$$

حيث (Z'^{S}_j) تشير الى القيمة المعيارية للمتغيرات (X'^{s}_j)

(٢-٦-٢-٢) الاختبارات الأولية للتحميلات : طبقا لمصفوفة معاملات الارتباط وما سبق توضيحه كان لدينا أربعة متغيرات وهي المؤشرات النوعية الأربعة وكان لدينا ١٤٠ مشاهدة لكل متغير تفسيرى من هذه المتغيرات الأربعة والتي رمزنا لها بالرموز (X_1 , X_2 , X_3 , X_4) بناء على ذلك يمكن عرض الجدول التالي رقم (١٧) وطبقا لبيانات هذا الجدول تكون القيمة الاجمالية لمجموع هذه الارتباطات هي $\sum_{i=1}^{4} \sum_{j=1}^{4} r_{x_i x_j} = 10.73$) والجذر التربيعي لهذا الناتج = 3.2767

أما التحميلات الخاصة بالمركبة الاساسية الأولى P_1 فهي كالتالي :

$$\hat{a}_{11} = 0.9745 , \hat{a}_{12} = 0.6614 , \hat{a}_{13} = 0.9592 , \hat{a}_{14} = 0.681$$

وعلى ذلك تأخذ المركبة الاساسية الأولى الصورة التالية :

$$P_1 = 0.9745 Z_1 + 0.6614 Z_2 + 0.9592 Z_3 + 0.6817 Z_4$$

حيث (Z'^{s}_j) تشير الى القيمة المعيارية للمتغيرات (X'^{s}_j)

جـدول رقم (١٧)

"حـساب الـتحـميلات الخاصـة بـالـمركبة الاشاسية الاوّلى"

	X_1	X_2	X_3	X_4	$\sum_{i}^{K} r\, x_i\, x_j$
X_1	1.00	0.6585	0.9104	0.6245	
X_2	0.6585	1.00	0.5659	-0.0573	
X_3	0.9104	0.5659	1.00	0.6666	
X_4	0.6245	-0.0573	0.6666	1.00	$\sum_{i=1}^{4}\sum_{j=1}^{4} r_{x_i x_j}$
	3.1934	2.1671	3.1429	2.2338	10.7372
$r_{x_i\, x_j}$	$\frac{3.1934}{3.2767}$	$\frac{2.1671}{3.2767}$	$\frac{3.1429}{3.2767}$	$\frac{2.2338}{3.2767}$	$\sqrt{10.7372}$
	0.9745	0.6614	0.9592	0.6817	= 3.2767
$\sum a^2 = a_{11}^2 + a_{12}^2 + \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots$					= 2.7767

والجـذر الـمميز لـلمركبة الاشاسية الاوّلى (P_1) هـو (7718.

وحـيث آن $(\sum \lambda = 4)$ في تطـبيقنـا هـذا لـذا فـان الـجـذر الـمميز λ_1

سوف يـوفـر لـنـا مؤشرا لـمدى أهـمية الـمركبة الاشاسية **الاوّلى** وهـذه الاهـ

تقـاس بكمية الـتغير الـكلي "Total Variation" الـذى تمتصـه الـمـ

الاشاسية الاوّلى ، ويكون الجـذر الـمميز هـو الـتبـاين الـفعلي الـمستخـ

وكرسيلـة لـلـتوضـيح نعبر عن هـذا بـنسبة مئوية من الـتغـاير الـكلي لـلـقـ

الـمعيـارية وذلـك بـاستخـدام **الـعلاقة**

$$\frac{\lambda_m}{K} \times 100 = \frac{2.7718}{4} \times 100 = 69.29\ \%$$

ويلاحظ هنا وطبقا للاسلوب المتبع أن المركبة الاساسية الاولى P_1 سيكون لها جذر مميز أكبر من المركبة الاساسية الثانية وأن الثانية أكبر من الثالثة وهكذا ، وهذه القيم الخاصة بالجذور المميزة سوف تتضاءل بالتدريج وعلى التوالي بالنسبة لقيم $(P's)$ لان طريقة المركب الرئيسي تستخلص أعظم تباين لكل من قيم $(P's)$ وذلك طبقا للترتيب ومن هنا يمكن حساب المركبة الاساسية الثانية P_2 بانشاء جدول جديد للارتباطات الباقية من الجدول الاساسي الاول بحذف الجزء من التغير الكلي ، وهذا يمكن الحصول عليه بطرح ناتج $L_i L_j$ من جميع العناصر حيث $(i = 1, 2, .. 4$ ، $j = 1, 2, .., 4)$ وحيث أن العنصر الاول في جدول مصفوفة الارتباط وهو الواحد الصحيح الذى يعبر عن الارتباط الذاتي، وعلى ذلك يمكن حساب $(1-L_1^2)$ وهو يساوى في تطبيقنا هذا $0.0503 = 1 - (0.9745)^2$

وهكذا توجد الارتباطات الباقية الاخرى بنفس هذه الطريقة ، وعلى هذا يكون العنصر الثاني في الصف الاول أو العمود الاول هو $0.6585 - (.9745 \times 0.6614)$ ويكون الجدول التالي رقم (١٨) هو نقطة البداية لحساب المركبة الاساسية الثانية أى أن :

$$P_2 = L_{21} Z_1 + L_{22} Z_2 + L_{23} Z_3 + L_{24} Z_4$$

ويظهر الجدول التالي طبقا لنتائج التكوينات التي تأخذ الصورة التالية[١٠٠] :

---

(١٠٠) G. Tintoner, Econometrics, N.Y., John Willey and Sons, Inc., 1952, p. 62.

	X_1	X_2	X_3	X_4	
X_1	$(1 - L_1^2)$	$(r_{x_1 x_2} - L_1 L_2)$	....	$(r_{x_1 x_2} - L_1 L_4)$	
X_2	$(r_{x_1 x_2} - L_1 L_2)$	....	....	....	
.	.....	....	....	....	
.					
.					
X_4	....	....	....	....	
	$\sum_{i}^{K} r^*_{x_i x_j}$	$\sum_{j}^{K} r^*_{x_2 x_j}$			$\sum_{i}^{K} \sum_{j}^{K} r^*_{x_i x_j}$

وعلى ذلك تظهر نتائج جدول حساب المركبة الأساسية الثانية كالتالي :

جدول رقم (١٨)

حساب التحميلات الخاصة بالمركبة الأساسية الثانية

	X_1	X_2	X_3	X_4	$\sum r^* x_i x_j$
X_1	0.0504	0.0140	- 0.0243	- 0.0398	
X_2	0.0140	0.5626	- 0.0685	- 0.5081	
X_3	- 0.0243	- 0.0685	0.0799	0.0127	
X_4	- 0.0398	- 0.5081	0.0127	0.5353	
$r^* x_i x_j$	0.0003	0.000	- 0.0002	0.0001	0.0002
التحميلات Loading	0.0214	0.00	- 0.0142	0.0072	$\sqrt{0.0002} = 0.014$

وعلى ذلك تظهر نتائج جدول حساب المركبة الأساسية الثانية كالتالي :

جدول رقم (١٨)

حساب التحميلات الخاصة بالمركبة الأساسية الثانية

	X_1	X_2	X_3	X_4	$\sum r^* x_i x_j$
X_1	0.0504	0.0140	- 0.0243	- 0.0398	
X_2	0.0140	0.5626	- 0.0685	- 0.5081	
X_3	- 0.0243	- 0.0685	0.0799	0.0127	
X_4	- 0.0398	- 0.5081	0.0127	0.5353	
$r^* x_i x_j$	0.0003	0.000	- 0.0002	0.0001	0.0002
التحميلات Loading	0.0214	0.00	- 0.0142	0.0072	$\sqrt{0.0002} = 0.014$

وعلى هذا فالمركبة الاساسية الثانية هي P_2 حيث

$$P_2 = 0.0214\ Z_1 + 0.00\ Z_2 - 0.0142\ Z_3 + 0.0072\ Z_4$$

وعلى ذلك يكون الجذر المميز للمركبة الاساسية الثانية هو :

$$\lambda_2 = \frac{.0007114}{4} \times 100 \qquad = 0.0178\ \%$$

أى أن المركبة الاساسية الثانية تكون مسؤولة عن ١٨٠ر ٠/٠ من التغاير الكلي في المتغيرات المعيارية (X'^S) ، وعلى ذلك فان المركبة الاساسية الثالثة والرابعة يمكن استنباطها بنفس الطريقة السابقة ، ويكون الجذر المميز للمركبة الاساسية الثالثة هو :

$$(\ \lambda_3 = \frac{0.0003}{4} \times 100 = 0.0075\ \%)$$

ولقد تحقق هنا الشرط الخاص بكون المركبة الاساسية الاولى لها جذر مميز أكبر من المركبة الاساسية الثانية وأن للثانية جذر مميز أكبر من المركبة الثالثة وهكذا .

(٢-٦-٢-٣) اختبار معنوية التحميلات : "Tests for the Significance of the Loading"

هناك العديد من الاختبارات المقترحة لتحديد مدى معنوية التحميلات التي تظهر في المركبات الاساسية وأهم هذه الاختبارات الطرق الثلاث التالية :

أ ـ اختبار أول عملي : وهو مبني على الاجتهاد حيث يعتبر أن التحميلات معنوية اذا ما كانت لها قيمة $<$ ± ٣٠ر بشرط أن تكون هناك ٥٠ مشاهدة على الاقل ، وهذا متوفر في عرضنا السابق حيث كانت جميع قيم هذه التحميلات $<$ ± ٣٠ر وذلك بالنسبة للمركبة الاساسية

الاوّلى دون غيرها من المركبات الاسّاسية التالية.

ب ـ اختبار ثاني قائم على أساس مستوى معنوية معامل ارتباط بيرسون فالتحميلات في تأثيرها تكون مشابهة تماما لمعاملات الارتباط وعلى ذلك فلقد اقترح كثير من الكتاب اجراء اختبارات معنوية بنفس طريقة اجراء اختبارات المعنوية لمعاملات ارتباط بيرسون وطبقا للجدول الموضح بالملحق رقم (٢) والذى قدمه "Child" ، وحيث أن حجم العينة في بحثنا هذا هو ١٤٠ **مفردة** ، لذا فانه يمكن عن طريق استخدام الاستكمال الخطي ايجاد الرقم المناسب لهذا الحجم من هذا الجدول عند كل من مستوى المعنوية ٥ ٠/٠ أو ١ ٠/٠ وذلك على النحو التالي :

حجم العينة	مستوى معنوية ٥ ٠/٠	مستوى معنوية ١ ٠/٠
١٠٠	١٩٤ر	٢٥٥ر
١٤٠	$س_1$	$س_2$
١٥٠	١٥٨ر	٢٠٩ر

وعلى ذلك تكون $\left(\frac{س_1 - ١٥٨ر}{١٩٤ر - ١٥٨ر}\right) = \frac{١٤٠ - ١٥٠}{١٠٠ - ١٥٠}$

ومنها $س_1$ = ١٦٥٢ر٠ عند مستوى معنوية ٥ ٠/٠

وكذلك $\frac{س_2 - ٢٠٩ر}{٢٥٥ر - ٢٠٩ر} = \frac{١٠٠}{٥٠٠}$ ومنها $س_2$ = ٢١٨٢ر٠ عند مستوى معنوية ١ ٠/٠

وهذا الشرط أيضا متوفر في العرض السابق بالنسبة للمركبة الاسّاسية الاوّلى دون الثانية ، ومن الواضح طبقا للجدول الموضح بالملحق أنه كلما صغر حجم العينة كلما كبرت قيمة التحميلات اللازمة لتوفير شرط

المعنوية ، وهذه الحقيقة تتمشى مع ما سبق ادراكه عن طريق الاختبار العملي القائم على الاجتهاد والتخمين .

جـ ـ اختبار بيرت وبانكز "Burt-Banks Test" جميع الاختبارات السابقة لا تنظر لعدد المتغيرات ($X's$) ولذلك اقترح بيرت(١٠١) مقياسا آخر يدخل فيه عدد هذه المتغيرات في الحسبان ، وطبقا لطريقة المركبات الاساسية اقترح كلا من "Burt ، Banks" المعالجة التالية لتعديل الخطأ المعياري لمعاملات الارتباط المستخدمة طبقا للاسلوب الذى يعتمد على دراسة مدى معنوية معاملات ارتباط بيرسون وذلك للحصول على الخطأ المعيارى للتحميلات وهذا يكون عن طريق استخدام الاختبار التالي :

$$S\ (a_{mj}) = \left[S\ r_{x_i\ x_j} \right] \times \sqrt{\frac{K}{K+1-m}}$$

حيث K هي عدد $X's$ في مجموعة المتغيرات تحت التحليل

m هي ترتيب المركبة الاساسية

وفي تطبيقنا هذا $n = 140\ ,\ K = 4\ ,\ m = 1$

وعلى ذلك تكون نتيجة هذا الاختبار عند مستوى معنوية ١ ./٠ طبقا للجدول الموضح بالملحق والقيمة المقدرة عن طريق الاستكمال الخطي هي ٢١٨ر٠

أى أن الناتج بالنسبة للمركب الاساسية الاولى 218، $= \sqrt{\frac{4}{4+1-1}}$ .218

---

(١٠١) A. Koutsoyiannis, Theory of Econometrics, An Introductory exposition of Econometric Methods, Second edition, London, Macmillan Education Ltd., 1987, p. 434

وبالنسبة للمركبة الاساسية الثانية هو $.252 = \sqrt{\frac{4}{4+1-2}}$ $.218$

أما بالنسبة للمركبة الاساسية الثالثة فهو 0.308

وكذلك بالنسبة للمركب الاساسية الرابعة فهو 0.436

وهذا الاختبار يؤكد أيضا أن جميع قيم المعالم السابقة كان معنويا عند مستوى ثقة ٩٩ ٠/٠ ومن الملاحظ أنه عادة ما يتم في مثل هذه التطبيقات عرض عدد بسيط من هذه المركبات الاساسية ، هذا بخصوص الاختبارات المعنوية للتحميلات (a'^s) أما بخصوص القرار الخاص بعدد هذه المركبات التي يجب الاحتفاظ بها فاننا نناقشه طبقا للمعايير التالية :

(٢-٦-٢-٤) معيار تحديد عدد المركبات الاساسية[١٠٢] (P'^s) التي يجب الاحتفاظ بها في التحليل : "Criteria for the number of Principal Components (P'^s) to be extracted" لقد سبق التنويه الى أن عدد المركبات الاساسية التي يحتفظ بها في التحليل يجب أن لا يزيد عن عدد المتغيرات الاصلية (X'^s) والسؤال الآن هو كيف نعين عدد المركبات الاساسية التي نبقى عليها تحت الدراسة والتحليل ، للاجابة على هذا التساؤل فان هناك أيضا بعض معايير أخرى يمكن من خلالها الحكم ، وأهم هذه المعايير والاختبارات معيار Kaiser واختبار Cattels

أ ـ معيار "Kaiser" : لقد اقترح هذا المعيار "Guttman" وقام بتهذيبه واستخدامه في التطبيق العملي "Kaiser" وطبقا لهذا

---

(١٠٢) M.J. Karson, Multi-Variate Statistical Methods, The Iowa State University Press, 1982, pp. 191 -

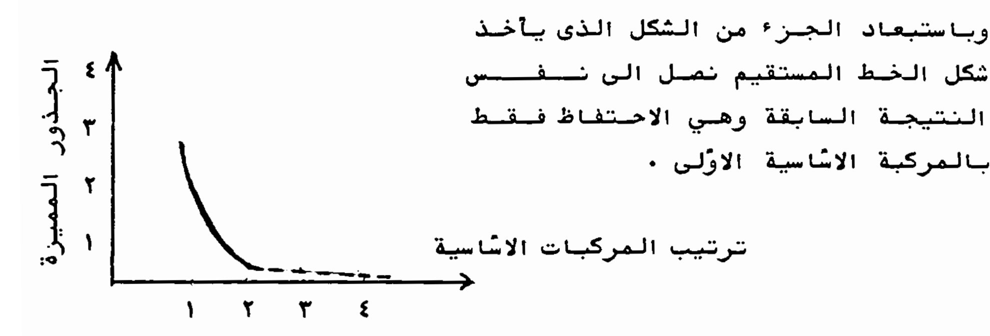
المعيار فاننا يجب أن نحتفظ فقط بالمركبات الاساسية $(P's)$ التي تكون جذورها المميزة > الواحد الصحيح بمعنى أن نحتفظ بالمركبة P_m اذا كانت ١ < $\hat{\lambda}_m$ ، وعلى ذلك فانه طبقا لهذا المعيار فانه يجب التوقف عند حساب المركبة الاساسية التي يكون جذرها المميز أقل من الواحد الصحيح ، ومن الملاحظ هنا أن كل مركبة أساسية لها جذر مميز أكبر من المركبة التي تليها وعلى ذلك يجب التوقف اذا ما بدأت قيمة الجذر المميز تتناقص عن الواحد الصحيح وبتطبيق هذا المعيار في مشكلتنا نجد أن $(\hat{\lambda}_1 = 2.7718)$ $(\hat{\lambda}_2 = 0.014)$ ولذلك يجب هنا الاكتفاء فقط بالمركبة الاساسية الأولى ، وهذا أيضا يتفق مع نتيجة جميع الاختيارات السابقة والتي كانت خلاصتها أن تحميلات المركبة الاساسية الثانية والثالثة جميعها غير معنوية .

ب ـ اختيار "Cattels"(١٠٣) : يعتمد اختيار "Cattels" على تعيين نقط الجذور المميزة على المحور الرأسي في مواجهة أرقام ظهور المركبات الاساسية **المناظرة** على المحور الافقي ، ومن خلال الشكل يمكن تعيين عدد المركبات الاساسية التي يجب الاحتفاظ بها ، والقاعدة هنا هي الاحتفاظ بالمركبات الاساسية $(P's)$ التي تقع على الجزء من الشكل الذى يأخذ صورة الخط المنحنى وأن تستبعد بقية المركبات الاساسية التي تقع على الجزء من الشكل الذى يكون مشابها للخط المستقيم ، وللايضاح سوف نقوم هنا برسم الشكل الممثل للجذور المميزة في تطبيقنا وذلك في مواجهة ظهور المركبات الاساسية :

---

(١٠٣) D.K. Whitla, Handbook of Measurement in the Behavioural Sciences, Mass., Addison-Wesly Reading, 1968, p. 168

وباستبعاد الجزء من الشكل الذى يأخذ شكل الخط المستقيم نصل الى نفس النتيجة السابقة وهي الاحتفاظ فقط بالمركبة الاساسية الأولى .



وبالاضافة لذلك هناك أيضا بعض المعايير الاخرى التي تعتمد على توزيع χ^2 مثل معيار Barlett (١٠٤) وغيره.

نخلص من هذا التحليل الى أن مؤشر الاسهم المالية كان أكثر هذه المؤشرات حساسية وتجاوبا مع حركة المؤشر العام للاسهم ويؤكد هذا التقارب الكبير بين الحدين الادنى والاعلى لكلا المؤشرين والذى يظهره الجدول رقم (١٤) كما أن قطاع الاسهم المالية وقطاع أسهم الخدمات وقطاع الاسهم الصناعية هي القطاعات المؤثرة بدرجة أكبر على حركة المؤشر العام الذى يمثل سوق الاسهم السعودية ، ويظهر هذا من الجدول رقم (١٥) ومن تحليلنا لمعاملات الارتباط الجزئية بين هذه المتغيرات كما يؤكد هذا ما قمنا به بعد ذلك من تحليل باستخدام طريقة المركبات الاساسية .

ولقد كان هدفنا من تحليل النتائج باستخدام أسلوب تحليل المركبات الاساسية هو تخفيض عدد المتغيرات التفسيرية الى أقل عدد

---

(١٠٤) M.G. Kendall and A. Stewart, The Advanced Theory of Statistics, Vol. 3, London, Griffin P.C., 1966, pp. 292 - 293

ممكن من المركبات ، وهذا أسلوب له تطبيقات واسعة في مجال العلوم الانسانية **عموما** وحقل الأرقام والمؤشرات القياسية خصوصا ، لتأكيد مدى المعنوية ودرجة الثقة في هذه المؤشرات ولحل مشكلة الارتباط الخطي المتعدد " Multi-collineority " ، وذلك حتي يمكن لنا تحديد الى أى مدى يساهم كل متغير منها في التأثير على الرقم الممثل لمخرجات النشاط الاقتصادى عموما ، وعلى ذلك قمنا بعمل تقدير لقيم "a's" وهي التحميلات "Loading" والتي يمكن معها تدوير المحاور الممثلة للمتغيرات الاصلية (X's) في عملية تحويل متعامدة ، وحساب قيم (P's) وهي تمثل المركبات الاساسية ، وايجاد معادلات الانحدار الجديدة للنماذج التي تمثل المتغيرات الاصلية ، ولقد قمنا باجراء الاختبارات الاولية لهذه التحميلات (a's) والتي أظهر **التعبير** عنها بنسب مئوية أن الجذر المميز للمركبة الاساسية الاولى قد تميز بتضمنه نسبة مئوية بلغت ٦٩ ٠/٠ ، أما بالنسبة لكل من المركبة الاساسية الثانية والثالثة فكانت على التوالي ٢ ٠/٠ ، ١ ٠/٠ تقريبا ، كما قمنا بتحديد معنوية هذه التحميلات للمركبات الاساسية باستخدام عدة اختبارات ، **وقد تبيّن لنا توفر هذه** المعنوية عند مستوى ثقة ٩٩ ٠/٠ ، أما بخصوص القرار الخاص بعدد هذه المركبات الاساسية التي يجب الاحتفاظ بها ، فاننا ناقشنا ذلك في ظل بعض المعايير والاختبارات منها معيار "Kaiser" واختبار "Cattles" ، وقد أكدت لنا نتائج التحليل الاكتفاء بالمركبة الاساسية الاولى ، كما اتفق هذا أيضا مع نتيجة الاختبارات السابقة والتي استخلصنا منها أن تحميلات كلا من المركبة الاساسية الثانية والثالثة كانت غير معنوية .

الجزء الثالث - أهم نتائج البحث

لقد استهدف هذا البحث أساسا انشاء مؤشر مالي لأسهم المملكة العربية السعودية، وعلى هذا فلقد تم تقسيم البحث الى مقدمة وثلاثة أجزاء ، في المقدمة قمنا بالقاء الضوء على المؤشرات المالية بصفة عامة وذلك باعتبارها من أهم الوسائل التي يتم الاسترشاد بها سواء عند الاستثمار بالداخل أم عند الاستثمار بالخارج ، كما أوضحنا مدى اعتماد النظرية الحديثة في توزيع المحافظ ونماذج تسعير رأس المال على هذه المؤشرات . أما الجزء الأول من البحث فلقد تم فيه توضيح بعض المفاهيم الهامة في الاستثمار ، مثل مفهوم الأسواق النقدية وأسواق رأس المال ، والأسواق المالية الدولية وأهم أدواتها الاستثمارية، كما تعرضنا فيه للتعريف بالأسلوب الفني في تحليل أداء الأسواق المالية والذى يعتبر أن الأداء في الماضي هو دالة للأداء في المستقبل وأن التاريخ يعيد نفسه، ولذلك يهتم هذا الأسلوب بدراسة الدورات الاقتصادية، ويرى أن آليات العرض والطلب هي أهم المؤشرات في السوق المالي ، كما استعرضنا أهم أدوات هذا الأسلوب الفني وهي نظرية داو والخرائط والرسوم البيانية التي تستخدم في دراسة وتحليل الحركة الفعلية للسوق ، باعتبار أن هذه الحركة الفعلية تمثل واقع الأمر وحقيقة الوضع دون مواربة أو اخفاء ، وهي في نفس الوقت أصدق تعبير عن القوى الداخلية التي تتفاعل داخل السوق المالية، وأوضحنا أنه من الموضوعية والحكمة استخدام مثل هذا الأسلوب الفني في التحليل والذى يعتمد بدوره على المؤشرات في تفهم ودراسة حقائق السوق ، وأن هذا جانب مهم من النظرية قد حظي باقتناع كبير من جمهور المستثمرين كما أكدته الأبحاث التي قام بها[١٠٥]

---

(١٠٥) F. Amling, Op. Cit., p. 557 .

كل من " Fama ، Sharpe ، Godfry ، Lintner ، Reilly "
عند دراستهم للمحافظ ذات الكفاءة ، حيث كان هذا المفهوم هو الاساس الذى بنيت عليه فكرة توزيع المحافظ طبقا لفروض المسار العشوائي ، كذلك قمنا بتقريم الجانب الاخر من النظرية والذى يتعلق بربط حركة مؤشر السوق عموما بمؤشر أسهم النقل وكانت خلاصة ذلك أن هذا الربط كان غير ضروريا ولا يجب التعويل عليه ، كما أنه لم يؤيده الواقع الذى حدث ، ومن هنا لا يمكن ربط المؤشر بظاهرة واحدة فقط من بين العديد من الظواهر الاخرى المؤثرة حيث يتأثر سوق الاسهم بالعديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي لا يمكن حصرها أو تحديد مدى تأثير كل منها ٠

كذلك لقد قمنا باستعراض الاسواق المالية في بعض دول العالم وأهم مؤشرات الاسهم فيها ، وركزنا بصفة خاصة على السوق المالية الامريكية باعتبارها أهم الاسواق المالية المعاصرة ، كما تعرضنا للاسواق المالية **العربية** التي أنشئت في السنوات العشر الاخيرة كالسوق المالي في الكويت وعمان والبحرين ، ولقد كانت خلاصة هذا العرض أن هذه الاسواق العربية قد استشرت فيها نظرية المستثمر الاكثر **حماقة** في فترة طفرة النفط وزيادة السيولة ، وأن سوق الكويت يعتبر سوق من الداخل للخارج حيث تتجمع الاموال من داخل الكويت لتستثمر في الاسواق المالية الدولية ، وسوق عمان هي سوق من الخارج الى الداخل ، أما سوق البحرين فكانت سوقا من الخارج الى الخارج ، وأنه رغم ما ظهر في هذه الاسواق من قصور الا أنها هيأت مجالات جديدة للاستثمار وأن التطور الذى شهدته المنطقة يستدعي وجود مثل هذه الاسواق المالية ، وخاصة في الدول التي لم تنشأ فيها بعد مثل هذه مالية والتي تتوفر فيها كثير من السمات اللازمة لانشائها ، مع

ضرورة توفير الرقابة الفعالة والاشراف الدقيق ، كما يستلزم الامر وجود مؤسسات مالية متخصصة مثل مؤسسة سولرمون برازر ومورجان ستانلي على سبيل المثال لا الحصر وذلك لتوفير الخبرة والكفاءة في مجال الاستثمار المعقد ، وبالنسبة لمؤشرات الاسهم في السوق الامريكية فلقد استعرضنا مؤشر داو جونز ومجموعة المؤشرات النوعية التي يضمها ، وطريقة حساب رقم هذا المؤشر والتي بدأت كمتوسط حسابي بسيط ، وأوضحنا أن التعديل الذى تقوم به مؤسسة داو جونز من فترة لاخرى عن طريق التغيير المستمر في رقم القاسم أو الشركات التي يضمها هذا المؤشر قد أصبح معه رقم الداو جونز يمثل نقاط لا يسهل ترجمتها فورا الى دولارات ، وأن القاعدة للحصول على متوسط السعر بالدولار لرقم داو جونز الصناعي مثلا هي بضرب (رقم المؤشر الحالي × رقم القاسم الجديد) ÷ ٣٠) ، كما استعرضنا مؤشر ستاندرد وبورز وأوضحنا أن هذا المؤشر قد استقرت طريقة حسابه منذ عام ١٩٥٧ م وأصبح يضم ٥٠٠ نوع من الاسهم ، وهو مؤشر مرجح بحجم الاسهم يضم ثلاث مؤشرات فرعية أخرى بالاضافة الى الرقم العام المركب للمؤشر، وأن هذا المؤشر قد استخدم الرقم ١٠ كأساس طبقا لمتوسط القيمة السوقية الاجمالية للاسهم خلال الفترة (١٩٤١ - ١٩٤٣) ، كما ألقينا الضوء على طريقة حسابه التي تعكس بطريقة فورية سريعة أى تعديل يحدث في قيمة الاسهم أو في حجمها ، كذلك تناولنا مؤشر بورصة نيويورك الذى يضم حاليا رقما للشركات الصناعية ويشمل ١٠٩٣ شركة ، ورقما للشركات المالية ويشمل ٢٢٣ شركة ، ورقما لشركات النقل ويشمل ٦٥ شركة ، ورقما لشركات الخدمات ويشمل ١٨٩ شركة ، وبيّنا أن هذا المؤشر يحسب بطريقة مشابهة تماما لطريقة حساب مؤشر ستاندرد وبورز غير أن الاساس المستخدم في هذا المؤشر هو الرقم ٥٠ الذى يعتمد على القيمة

السوقية الاجمالية لاسهم المجموعة في يوم ٣١ ديسمبر ١٩٦٥ ، كما أوضحنا أن رقم هذا المؤشر يحظى باهتمام كبير من محللي الاستثمار ومديرى المحافظ الاستثمارية الكبيرة باعتباره مؤشرا لا يتأثر كثيرا سوى بالتغيرات الجوهرية فقط .

كذلك استعرضنا العديد من المؤشرات الاخرى الموجودة بالسوق الامريكية مثل مؤشر الاسهم الامريكية "AMEX" ومؤشر "Barron's" والعديد من مصادر المعلومات في هذه السوق من دوريات مالية متخصصة وصحف مالية ونشرات تصدرها المؤسسات المتخصصة في المعلومات المالية كمؤسسة داو جونز ومؤسسة ستاندرد وبورز ومراكز الابحاث المالية ، وشرائط المعلومات المالية التي تعد باستخدام الحاسب الالي وكثير من هذه البيانات تنشر بالصحف اليومية العامة وتعلن في الوسائل السمعية والمرئية ، كما تعرضنا للنقد الموجه لاهم هذه المؤشرات العالمية وأوضحنا بأنه اذا اقتنع كثيرون غيرك بمؤشر ما فسوف تكون اشارات هذا المؤشر محركا رئيسيا لسلوكهم وتصرفاتهم وهذا سوف يؤثر عليك بالتالي بأى شكل من الاشكال ، وأن هذا هو الحادث فعلا في السوق الامريكية حيث يتحمس الامريكيون كثيرا لمؤشر داو جونز بينما يعتبره بعض الكتاب مجرد متوسط حسابي يتم تعديله من وقت لآخر ، أما عن التساؤل الخاص بأنسب هذه المؤشرات وأصدقها تمثيلا للسوق ، فلقد أوضحنا بأنه ليس هناك مؤشر مناسب لكل مستثمر في كل زمان ومكان ، وكل ما يمكن قوله بأن مؤشر الداو جونز ليس متسعا بدرجة كافية ، وأن مؤشر ستاندرد وبورز أكثر توسعا ، وهنا تجدر الاشارة الى وجود بعض الشواهد التي تدل على أن مؤشر داو جونز كان يسير في حركة متوازية مع العديد من المؤشرات الاخرى كمؤشر ستاندرد وبورز أو مؤشر بورصة نيويورك ، كما أنه لا يوجد من الشواهد حتى الآن ما يدل على أن

طريقة التمثيل بالقيمة السوقية الاجمالية التي يتبعها مؤشر ستاندرد وبورز أو مؤشر بورصة نيويورك أنسب من طريقة التمثيل بالقيمة السوقية للسهم الواحد التي يتبعها مؤشر داو جونز مع وجود تلك الخصائص المميزة وطرق التعديل التي يتبعها هذا المؤشر الاخير ، وعلى ذلك فان الاجابة عن التساؤل السابق تعود لامور معقدة كثيرة تتعلق بالظروف الخاصة بكل مستثمر على حدة ، سياساته وأهدافه من الاستثمار وطريقة تكوينه لمحفظته وذلك حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر أنسب له من هذا المؤشر الاخر .

أما الجزء الثاني من البحث ، فلقد أوضحنا فيه بأن المرحلة التي تعيشها المملكة اليوم تتطلب الاتجاه نحو تدعيم الشركات المساهمة ، باعتبارها من أهم العلامات البارزة في مسيرة التنمية الاقتصادية والنموذج المفضل من الشركات الذى يصلح لتنفيذ المشروعات الاقتصادية الكبيرة كما أنها في نفس الوقت من أهم الوسائل التي تعمل على توسيع قاعدة المشاركة ، وفوق هذا كله فهي أحد أشكال شركات العنان التي تتمشى مع ما تقضي به الشريعة الاسلامية والتي لا يسمح فيها بالحصول على عائد دون المشاركة في تحمل الخسارة في حالة حدوثها ، وبالطبع فانه من الصعوبة بمكان قيام مثل هذه الشركات المساهمة بذلك الدور الهام والبارز في غياب المعلومات المالية الهامة والتي لا يمكن توفيرها بدون وجود المؤشرات المالية لأداء الانشطة الاقتصادية المختلفة .

كما تم في هذا الجزء من البحث القاء الضوء على الشركات في المملكة بصفة عامة وعلى توزيع الشركات المساهمة بين الانشطة المختلفة بصفة خاصة ، مع بيان رأس المال وعدد الاسهم في كل نشاط

منها والمجالات المتاحة للاستثمار عن طريق الاسهم بالمملكة ، وكانت خلاصة ذلك أنه توجد ١٠ شركات مساهمة في قطاع الاسهم المالية وعدد الاسهم فيها ١٧ر٥٥ مليون سهم كما يوجد في مجال الاستثمار الصناعي ٨ شركات مساهمة للاسمنت ، ١٢ شركة للصناعات الاخرى ومجموع الاسهم في هذا المجال بلغ ١٧٢ر٥٥ مليون سهم ، وأهمها شركة سابك التي أصبح مجموع أسهمها حاليا بعد التجزئة ١٠٠ مليون سهم ، كما يوجد في المجال الزراعي ٥ شركات مساهمة كبيرة ومجموع أسهمها ١٥ مليون سهم ، وفي مجال النقل والخدمات يوجد ١٠ شركات كهرباء بالاضافة الى ٨ شركات نقل وخدمات أخرى وقد بلغ مجموع الاسهم المتاحة للاستثمار في هذا المجال ٥ر٢٩١ مليون سهم ، وعلى ذلك بلغت جملة الاسهم المتاحة حاليا للتداول بالمملكة ما يقارب ٥٠٠ مليون سهم ٠

وعن تداول الاسهم في المملكة ، فلقد كان للتنظيم الاخير الذى قصر التداول على البنوك التجارية فضل كبير في زيادة حجم التداول للاسهم ، فلقد زاد حجم التداول من ٣ مليون سهم في العام الاول من بدء صدور نشرات مؤسسة النقد العربي السعودى وقيامها بالاشراف على عملية تداول الاسهم الى ما يقارب ٨ مليون سهم في العام الثاني من اصدار هذه النشرات ، وينتظر أن يزيد التداول في هذا العام الثالث عن ١٠ مليون سهم ، كما شهدت الكثير من الاسهم ارتفاعا في السعر ، وهذا يعني تفاؤل المستثمرين وعودة النشاط لسوق الاسهم واحتمال ارتفاع الاسعار بالتدريج ، وتجدر الاشارة هنا الى أنه رغم هذا الارتفاع في حجم التداول فلا زال غير متناسبا مع الحجم الكلي للاسهم في السوق السعودية والذى بلغ كما أسلفنا ٥٠٠ مليون سهم ، حيث لا يمثل حجم التداول الحالي سوى نسبة ٢ ٠/٠ فقط من هذا الحجم ، وبالطبع فان وجود بورصة للاوراق المالية قد يعطي دفعا أكبر ويهيء فرصة أوسع

لتفاعل آليات العرض والطلب ، والناتج هو مزيد من عمليات التداول في السوق ، ولذا فاننا نضم صوتنا مع المنادين بالاسراع في انشاء مثل هذه السوق المالية .

واذا ما انتقلنا لموضوع انشاء مؤشر خاص بالاسهم السعودية وهو الهدف الاساسي من هذا البحث ، فلقد أوضحنا أن عدم وجود مصدر رسمي للمعلومات المالية قبل تاريخ ١٤٠٥/٥/٢٦ هـ جعل الفترة الداخلة في حسبان هذا البحث تبدأ فقط من هذا التاريخ ، كذلك نظرا لان الغالبية العظمى من الاسهم المصدرة بالمملكة سعرها الاساسي ١٠٠ ريال ولم تحدث هناك تغيرات كبيرة تذكر على هذا السعر الا في خلال فترة طفرة انتاج النفط ، ولقد كانت هذه تغيرات مؤقتة عادت بعدها أغلب هذه الاسعار للاستقرار النسبي والدوران حول الرقم ١٠٠ ، لذلك فلقد تم اختيار هذا الرقم كأساس للمؤشر المقترح ، حتى يكون متقاربا مع متوسط القيمة السوقية الحالية للاسهم في المملكة ، وهذا أيضا ما لاحظناه عند دراستنا للخبرة الاجنبية في هذا المجال واختيار رقم الاساس لهذه المؤشرات العالمية ، أما بخصوص فترة هذا الاساس ، فلقد اعتمد البحث على فرضين ، الفرض الاول اعتبر أن القيمة السوقية الاجمالية للاسهم في تاريخ بدء صدور نشرات مؤسسة النقد العربي السعودى وهو (١٤٠٥/٥/٢٦ = ١٠٠) أما الفرض الثاني فانه يأخذ بمتوسط هذه القيمة السوقية الاجمالية خلال سنة كاملة (٥٢ أسبوع) أى يعتبر الاساس هو متوسط الفترة (١٤٠٥/٥/٢٦ - ١٤٠٦/٦/١٢ = ١٠٠) ، كما تم بغرض توفير صورة تأشيرية وارشادية فقط عن حركة الاسعار خلال السنوات الثماني الاخيرة عرض رقم هذا المؤشر من خلال بعض البيانات السنوية التي تم الحصول عليها من مصادر متعددة ، ونظرا للخلاف الذى وجد بينها فقد تم استخدام متوسطها الحسابي واعتبر أن الاساس

هو القيمة السوقية الاجمالية لاسعار الاسهم يوم (أول محرم ١٤٠٠ = ١٠٠) وتم وضع برنامج واستخدام الحاسب الالي لحساب أرقام المؤشر طبقا لهذه الفروض ، ولقد شمل مؤشر الاسهم السعودية المقترح(١٠٦) بالاضافة الى الرقم العام المركب أربعة مؤشرات فرعية أخرى وهي مؤشر للاسهم المالية ويضم ١٠ شركات ومؤشر للاسهم الصناعية ويضم ١٦ شركة ، ومؤشر لاسهم النقل والخدمات ويضم ١٣ شركة ، ومؤشر للاسهم الزراعية ويضم ٥ شركات ، وعلى ذلك يضم المؤشر المركب ٤٤ شركة وقد استخدمت في حساب أرقام هذا المؤشر القاعدة :

$$\text{الرقم الجديد للمؤشر} = \frac{\text{مج } ب_١ \, ك_١}{\text{مج } ب_٠ \, ك_٠} \times ١٠٠$$

حيث مج تعني حاصل الجمع لنواتج الضرب جميعا ،

$ب_١$ تمثل السعر الحالي لكل سهم ،

$ك_١$ تمثل العدد الحالي لاسهم كل شركة من شركات المجموعة ،

$ب_٠$ تمثل السعر المتوسط في فترة الاساس ،

$ك_٠$ تمثل عدد أسهم كل شركة في فترة الاساس .

وعلى ذلك يكون المؤشر المقترح هو رقم مرجح بحجم الاسهم ، ولقد تم الحصول على أرقام هذا المؤشر خلال الفترة الخاضعة للدراسة وطبقا للفروض السابق ذكرها ، ويلاحظ أن الشركات التي ضمها المؤشر هي ٤٤ شركة فقط لانّ الشركات الاخرى إما شركات أنشأت حديثا أو شركات نادرا ما جرى تداول أسهمها ، كما يلاحظ أنها ليست ذات نوعية مختلفة بدرجة كبيرة ، وهذا راجع للظروف الخاصة بالمملكة

---

(١٠٦) أنظر النموذج المقترح لنشرة تداول الاسهم ، ملحق رقم (٣) .

من ناحية كونها دولة حديثة التطور ، كما اتضح من استقراء أرقام المؤشر طبقا للفروض المختلفة من جهة الاساس أنه لا توجد فروق جوهرية تذكر بين هذه الارقام ، ولذا فقد ركز البحث على تحليل أرقام المؤشر طبقا للفرض الاول باعتبار أن هذه الارقام من حيث الحجم أكثرها مناسبة للقيام بمثل هذا التحليل ، وعلى ذلك فلقد تم عرض المتوسط الحسابي لارقام هذه المؤشرات النوعية المختلفة كمقياس للنزعة المركزية كما تم حساب الانحراف المعياري لارقام هذه المؤشرات كمقياس لمدى تشتتها ، وعرض معامل الاختلاف لتوضيح التفاوت النسبي ، ومن ثم تم حساب معاملات الارتباط البسيطة بين أرقام هذه المؤشرات كما تم حساب معاملات الارتباط الجزئية بين المؤشر المركب وكلا من هذه المؤشرات النوعية في حالة تثبيت البعض الاخر من هذه المؤشرات ، وتبين من هذا أن مؤشر الاسهم المالية ومؤشر أسهم الخدمات كان لهما تأثير كبير على العلاقات القوية السابقة حيث ضعف معامل الارتباط عند تثبيت أرقام هذه المؤشرات مما يدل على أن مرجع هذه العلاقة القوية كان هو أثر هذين المؤشرين المستبعدين ، كذلك تم استخدام تحليل الانحدار في دراسة العلاقة بين هذه المتغيرات واتضح وجود تأثيرات قوية متبادلة بينهما باعتبار أنها جميعا تمثل أدوات السوق المالي في المملكة ، ولم يكن هناك سوى معامل سلبي واحد لا يتفق مع ما افترضناه وكان عند استخدام رقم مؤشر الاسهم الزراعية كمتغير تفسيرى لرقم مؤشر الاسهم الصناعية باعتباره متغيرا تابعا ، ويمكن تبرير ذلك بأنه في الوقت الذى حدثت فيه زيادة في رقم مؤشر الاسهم الزراعية فلقد شهد مؤشر الاسهم الصناعية تناقصا ، حيث يعود هذا التناقص للركود الذى شهده هذا القطاع بعد انخفاض أسعار النفط وانتاجه ، وترشيد الانفاق بالمملكة وتراجع الطلب في قطاع التشييد

والبناء بعد اكتمال انشاءات البنية الاساسية وانتهاء معظم المشاريع الكبرى الاخرى ، بينما شهد قطاع الاسهم الزراعية في نفس هذا الوقت نشاطا أكبر نتيجة لزيادة الطلب على السلع الزراعية المنتجة محليا بعد زيادة الرسوم الجمركية على السلع الزراعية المستوردة ، والتحسن الملحوظ في الانتاج المحلي من هذه السلع ، وزيادة وعي المستهلك واقباله على السلع الوطنية البديلة .

كذلك قمنا في هذا الجزء من البحث بتحليل أرقام هذه المؤشرات باستخدام طريقة المركبات الاساسية باعتبارها من أهم الطرق المستخدمة في مجال الدراسات الانسانية عموما وحقل الارقام القياسية خصوصا ، كما أنها تمكننا من تخفيض عدد المتغيرات محل البحث دون تضحية تذكر بالمعلومات المتوفرة ، وفكرة هذا التحليل تقوم على أساس تدوير المحاور الممثلة للمتغيرات الاصلية للحصول على نموذج جديد من المحاور الممثلة للمتغيرات التي لها أعظم تباين ، وهذه في الواقع تكافيء عملية تحويل متعامدة لهذه المتغيرات الاصلية ، وتكون المركبة الاساسية الاولى هي عبارة عن تركيب خطي من هذه المتغيرات الاصلية الذى يكون له أعظم تباين من بين كافة التراكيب الخطية غير المرتبطة مع المركبة الاساسية الاولى ، وقمنا بتطبيق النموذج الذى قدمه شيلد وأكدت التحميلات الخاصة بالمركبة الاساسية الاولى وهي :

$$P_1 = 0.9745\ Z_1 + 0.6614\ Z_2 + 0.9592\ Z_3 + 0.6817\ Z_4$$

أن رقم مؤشر الاسهم المالية وكذا رقم مؤشر أسهم الخدمات كان لهما أكبر الاثار ، كما لم نجد للمركبة الاساسية الثانية أو الثالثة أى آثار تذكر ، ولقد تحقق الشرط الخاص بكون المركبة الاساسية الاولى لها

جذر مميز أكبر من المركبة الثانية وأن المركبة الثانية لها جذر مميز أكبر من الثالثة وهكذا ، وهذه من سمات صحة هذا الاسلوب المتبع ، كما قمنا باختبار معنوية هذه التحميلات باستخدام عدة اختبارات من أهمها اختبار شيلد واختبارات بيرت وبانكر ، وقد أكدت هذه الاختبارات جميعا أن قيم أغلب المعالم التي تم الحصول عليها كانت معنوية عند مستوى ثقة ٩٩ ٠/٠ ، كذلك بخصوص القرار الخاص بتعيين عدد المركبات التي يجب الاحتفاظ بها ، فلقد قدمنا عدة معايير للحكم عليها منها معيار كيسر ومعيار كاتلز ، وخلصنا من هذا التحليل الى تأكيد نفس النتيجة السابقة وهو الاحتفاظ بالمركبة الاساسية الاولى فقط .

وعلى ضوء ما تقدم ، يمكن استخلاص بعض الملاحظات المهمة التالية :

١ - لقد ركزنا في هذا البحث على تقديم مؤشر لاسعار الاسهم في المملكة يستطيع المستثمر الاسترشاد به عند تقرير الاستثمار في الاوراق المالية ، وبالطبع فانه يمكن في حالة توفر البيانات المالية اللازمة تقديم بعض المؤشرات الاخرى كمؤشر للعائد من أسهم مجموعات النشاط الاقتصادى المختلفة بالمملكة ومؤشر لرقم المضاعف ، وهذا يوضح بالطبع أن هذه الدراسة في حاجة للتطوير المستمر كلما توفرت هناك بيانات أكثر عمقا واتساعا .

٢ - اذا كنا في الجزء الاول من هذا البحث قد تعرضنا للمؤشرات العالمية للاسهم ومزايا وعيوب كل منها ، فلقد كان الهدف من ذلك هو تفهم ومتابعة ما يحدث في هذه الاسواق الدولية ، وهنا يجدر التنويه الى أن الاستثمار المأمون والعائد المضمون أمران ليس من

السهل تحقيقهما في أيامنا هذه ، كما أن الفرص التي تقدمها الدول الغربية للاستثمار الاجنبي لا تعدو أن تكون توظيفا ماليا لا يقابله أى زيادة في الاصول الانتاجية ، وليس في خطط هذه الدول ما يسمح بتوظيف الاموال الاجنبية في استثمارات حقيقية ، حيث لا تشجع هذه الدول سوى الاستثمار غير المباشر الذى يمكنها فقط من معالجة الخلل في موازينها الجارية ، وبالطبع لا يخفى أن هذا النوع من الاستثمار لا يحمي الاموال العربية لا من مخاطر التضخم ولا مخاطر التغير في أسعار الصرف ، كما أن هذا لا يشكل بديلا بحال من الاحوال للاستثمار في أصول حقيقية في الداخل ، أصول انتاجية مملوكة كالمشروعات الصناعية والزراعية أو مشروعات النقل والخدمات ، والتحدى الحقيقي يكمن هنا في كيفية توظيف الاموال العربية داخل الاقطار العربية ولصالح أهداف التنمية القومية حتى يمكن تحقيق الاهداف المنشودة من هذا الاستثمار .

٣ - ان الفرق بين الاستثمار والمضاربة ينحصر بصورة أساسية في أن المضاربة يكون هدفها الحصول على الارباح الرأسمالية العاجلة خلال الاجل الزمني القصير أما الاستثمار فانه يركز على العائد الدورى خلال الاجل الطويل ، والمضاربة في الحقيقة أمر طبيعي في جميع أسواق الاسهم العالمية وتوفر بعض المزايا طالما ظلت داخل حدودها المعقولة ، والضرر ينتج فقط عندما تتحول السوق بأجمعها الى سوق مضاربة ويصبح الاستثمار هو الاستثناء ، وهذا ما حدث فعلا في سوق المناخ حيث اشتدت المضاربات الوهمية وتحولت الى مقامرة لا تستند على أى أساس من منطق أو تعقل ، وفي مثل هذه الحالة تصبح خطرا على الاقتصاد ، نقول هذا بالرغم من القناعة بأن الركود الحالي في المنطقة مرتبط الى حد كبير بالركود العالمي من جانب

وبالانخفاض في أسعار النفط وانتاجه من جانب آخر .

٤ ـ اذا كانت البورصات لا تتمتع في بلداننا العربية عموما بسمعة طيبة ولا يتقبلها البعض قبولا حسنا فهذا في الحقيقة ليس لعيب فيها، بل لأنّ هناك من يرى أن البورصات هي مكان للمضاربة والمضاربة تأتي عند البعض بمعنى المقامرة، كما أن هناك من يجهل ماهيتها ووظيفتها ومن جهل شيئا عاداه، كذلك كان للاخفاق وخيبة الامل التي منيت بها بعض البورصات التي أنشئت حديثا في المنطقة العربية قسطا وافرا من هذه السمعة غير الطيبة، ان البورصات في الحقيقة هي أسمى أنواع الاسواق وهي السوق المستمرة الثابتة المكان والزمان والمحكومة بموجب نظم ولوائح وقواعد للمعاملات، تشمل كافة أطراف التعامل وموضوع التعامل، وهي المكان الذى يتحقق فيه السعر العادل والوحيد للاداة الاستثمارية أو السلعة، وهذه الاهمية ليست في حاجة لتعريف، فللبورصات فضل كبير في توفير السيولة للمشروعات المختلفة وانماء الصناعة والتجارة، كما أن لها أهميتها البالغة في تلاقي عنصرى العرض والطلب وتفاعلهما في حيدة وموضوعية، وباختصار فان البورصات تمثل حجر الزاوية للاقتصاد القومي في المجتمعات المتقدمة والنامية على حد سواء .

٥ ـ لقد اهتم هذا البحث بتغطية حاجة فعلية كانت ولا زالت قائمة بالنسبة لالاف المستثمرين في المملكة أفرادا كانوا أم هيئات، حاجة في تفهم ما تعنيه أرقام هذه المؤشرات العالمية وحاجة في وجود مؤشر للاسهم السعودية يتم الاسترشاد به عند تقرير الاستثمار في هذا المجال، لقد حدثت تطورات كبيرة بالمنطقة في فترة زمنية قصيرة في عمر الشعوب، لم تقابلها تطورات موازية في العناصر

المتصلة بأمور الاستثمار ، ولقد آن الأوان للاهتمام بمثل هذا التطور المطلوب الذى يعين المستثمرين على بناء قراراتهم الاستثمارية على أسس وقواعد علمية سليمة ، ونؤكد هنا على الدور الذى يمكن أن يقوم به الباحثون العرب في هذا المجال من حيث توفير الأرضية الصلبة اللازمة لهذا التطور وامدادها بكل مقومات النجاح من خلال نظم وأساليب عمل واجراءات وأنظمة رقابة ومتابعة واشراف حتى يمكن ادراك الاهداف المنشودة .

٦ ـ اذا كنا في هذا البحث قد استفدنا من استعراض الخبرة الاجنبية في مجال مؤشرات الاسهم فانه لا تثريب على أى باحث في أن يستعين بأى طرق أو أساليب أو اجراءات معمول بها في دول وحضارات أخرى ، شريطة أن تخدم هذه الطرق والاساليب والاجراءات هدفا ينشده الباحث وأن تكون في نفس الوقت غير مخالفة للدين أو الشرع .

٧ ـ بمقدور المملكة أن تدخل بعض الاجراءات التي من شأنها أن تزيد من كفاءة سوقها المالية وأحد هذه الاجراءات هو فتح مجال حيازة الاسهم للمواطنين من العرب المقيمين بالمملكة بدءا بمواطني دول الخليج العربي ، لانّ مثل هذا المنع يعني استثناء نسبة كبيرة من السكان الوافدين من سوق الاسهم ، كذلك يقتضي الامر خلق شبكة من المتعاملين داخل السوق (السماسرة الماليون) ، ووضع شروط صارمة لتسجيلهم ولقيامهم بعملية التداول ، وامكان تسجيل الشركات الراسخة الاقليمية أو في منطقة الخليج العربي في سوق الاسهم السعودية التي نعتقد أن انشاءها قد بات قريبا وذلك بهدف دمج السوق السعودية للاسهم بسائر الاسواق الاخرى في منطقة الخليج .

٨ ـ اذا كانت الاستراتيجيات الحالية للاستثمار **عموما** قد تتلخص

وتتمحور أساسا حول التدوير الدائم للاموال في الاقتصاديات الغربية المعتبرة آمنة ، فان هذه الاستراتيجيات يجب أن تتبدل وأن تتحول الى الاستثمار المحلي المباشر أو داخل المنطقة العربية ، فلقد آن الاوان لاستخلاص العبر من الخبرات الماضية ، فلقد كانت المنطقة العربية ولقرون طويلة حتى الحرب العالمية الاولى وحدة اقتصادية مترابطة ينتقل فيها رأس المال العربي بحرية تامة ودون أية اجراءات للتحويل ودون أى حواجز جمركية ، كما كانت العملة المتداولة فيها عملة واحدة ، وكان جميع مواطنو المنطقة دون أى استثناء يتمتعون بحرية العمل والاقامة وممارسة الانشطة الاستثمارية المختلفة أينما شاؤا وحيثما رغبوا ، وهذا هو النمط الصحيح الذى يجب أن نسعى جميعا للعودة اليه .

٩- ان التسلسل المنطقى بعد ذلك هو الانفتاح على العالم الاسلامى ضمن استراتيجيات تستهدف اعادة اموال المسلمين الى بلاد المسلمين وتوجيه هذه الاموال نحو المشروعات الانتاجية المختلفة حتى تكون وسيلة دعم ونماء للبلاد الاسلامية ، وبالطبع فمن الخطأ الانتقال بقفزة واحدة أو خلال فترة زمنية قصيرة ، فعملية الانتقال يجب ان تمتد خلال مراحل زمنية كافية طبقا للخبرة المكتسبة فى هذا المجال ، ودييننا الحنيف استخدم التدرج والمرحلية فى الدعوة الى تعاليمه وهذا اسلوب تسترشد به دائما فى سبيل ماننشده من أهداف .

مراجع البحث

أولا : المراجع العربية :

(١) ابراهيم ، عبد المنعم - الاسهم وتطور الشركات المساهمة في المملكة - جريدة اليوم - العدد ٣٦٥٠ - ٥ صفر ١٤٠٣ هـ .

(٢) الجهني ، علي طلال - الاسهم في المملكة العربية السعودية - جريدة الجزيرة - عدد خاص بالمال والاعمال رقم ٢ - ١٦ ديسمبر ١٩٨٣ م.

(٣) الحوراني ، أحمد - النظم النقدية والمصرفية - عمان - دار مجدلاوى للنشر والتوزيع - ١٩٨١ م.

(٤) الدسوقي ، السيد ابراهيم - المخاطرة عند الاستثمار بالاوراق المالية - مجلة العلوم الادارية - جامعة الملك سعود - الرياض - العدد ١٠ - ١٤٠٥ هـ / ١٩٨٥ م .

(٥) ―――――― - الموازنة بين درجة المخاطرة ومعدل العائد - مجلة العلوم الادارية - جامعة الملك سعود - الرياض - ١٤٠٨ هـ / ١٩٨٨ م .

(٦) النشاشيبي ، حكمت شريف - الاسواق المالية في الدول النامية - نشرة الاوابك - أكتوبر ١٩٨٠ م .

(٧) جابر ، محمد صالح - الاستثمار في الاسهم والسندات - الكويت - دار الخليج للطباعة والنشر - ١٩٨٢ م .

(٨) حسن ، يحي محمد ـ الصناعات الغذائية والالبان ـ كلية الزراعة جامعة الملك سعود ـ مطابع جامعة الملك سعود ـ المجلد السادس ـ ١٩٧٩ م ٠

(٩) شيعان ، خليل ـ آفاق تطور السوق النقدية في البحرين ـ مجلة الادارة العامة ـ معهد الادارة العامة بالرياض ـ الرياض ـ عدد ٤٣ ـ ١٩٨٢ م ٠

(١٠) عيسى ، أ٠ والسعيد ، هـ ـ الأسواق المالية ـ مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية ـ جامعة الكويت ـ يوليو ١٩٧٨ م ٠

(١١) ــــــــــــــــ ـ النشرة المالية ـ بنك الرياض ـ الرياض ـ ١٩٨٦ م ٠

(١٢) ــــــــــــــــ ـ بورصة الأوراق المالية وأهميتها في خدمة الشركات المساهمة ـ ادارة البحوث ـ الغرفة التجارية الصناعية ـ الرياض ـ ١٩٨٠ م ٠

(١٣) ــــــــــــــــ ـ تقييم الأداء الاقتصادى للشركات العاملة في قطاع الكهرباء ـ ادارة البحوث ـ الغرفة التجارية الصناعية ـ الرياض ـ ١٤٠٤ هـ / ١٩٨٤ م ٠

(١٤) ــــــــــــــــ ـ دليل الاستثمار الزراعي في المملكة العربية السعودية ـ وزارة الزراعة ـ الرياض ـ ١٩٧٩ م ٠

(١٥) ــــــــــــــــ ـ دليل الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية ـ ادارة البحوث ـ الغرفة التجارية الصناعية ـ الرياض ـ ١٤٠٧ هـ ٠

(١٦) ———————— ندوة غرفة تجارة البحرين – جريـــــدة الرياض – عدد ٥٧٩٩ – ٨ شعبان ١٤٠٤ هـ .

References : ثانيا : المراجع الاجنبية :

A - **Books** :

1 - Amling, F. Investment, An Introduction to Analysis and Management, Fifth edition, New Jersey, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1984.

2 - Barnes, R.M., The Dow Theory can make you rich, N.Y., New Rochelle, Arlington House, 1973.

3 - Benhard, A., Value Line Methods of evaluating Common stocks, N.Y., Arnold Bennhard & Co., 1979.

4 - Child, D., The Essentials of Factor Analysis, N.Y., Harper & Row Publishing, 1970.

5 - Dines, J., How the Average Investor can use Technical Analysis for stock profits, N.Y., The Dines Char. Corporation, 1972.

6 - Dougal, H.E., and Corrigan, F.J., Investments, 11th edition, New Jersey, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, 1984.

7 - Elton, E.J., and Gruker, M.J., Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, N.Y., John Willey & Sons Inc., 1981.

8 - Firth, M., Investment Analysis, Techniques of appraising the British Stock Market, London, Harper & Row Publishers, 1975.

9 - Fischer, D.E., and Jordan, R., Security Analysis and Portfolio Management, N.Y., Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1979.

10 - Granville, J.E., A Strategy of daily Stock Market Timing for Maximum Profit, N.J., Englewood Cliffs Prentice Hall, Inc., 1960.

11 - Graham, B., The Intelligent Investor, 4th edition, N.Y., Harper and Row Publishers, 1973.

12 - Hardy, C., The Investor's Guide to Technical Analysis, N.Y., Mc Graw Hill Co., 1978.

13 - Hardy, C., Your Investments, N.Y., Harper & Row Inc. Publishers, 1983.

14 - Harmann, H., Modern Factor Analysis, University of Chicago Press, 1967.

15 - Johnson, T.E., Investment Principles, N.Y., Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1978.

16 - Johnston, J., Econometric Methods, 2nd edition, N.Y., Mc Graw Hill Book Company, 1972.

17 - Karson, M.J., Multi-Variate Statistical Methods, The Iowa State University Press, 1982.

18 - Kemp, L.J., A Guide to World Money and Capital Markets, London, Mc Graw Hill Book Co., 1981.

19 - Kendall, M.G., and Stewart, A., The Advanced Theory of Statistics, Vol. 3, London, Griffin P.C., 1966.

20 - Koutsoyiannis, A., Theory of Econometrics, An Introductory exposition of Econometric Methods, Second edition, London, Macmillan Education Ltd., 1987.

21 - Lang, L.R., and Gillespie T.H., Strategy for Personal Finance, N.Y., Mc Graw Hill Co., 1977.

22 - Lees, F., and Maximo, E., International Financial Markets, N.Y., Preager Publishers, 1975.

23 - Lorie, J.H., and Hamilton, M.T., Stock Market Indexes, N.Y., Preager Publishing, 1972.

24 - Mendelson, M., and Robbins, S., Investment Analysis and Securities Markets, N.Y., Basic Books Inc. Publishers, 1976.

25 - Pierce, P.S., The Dow Jones Averages 1885 - 1980, Illinois, Homewood, Dow Jones - Irwin, 1982.

26 - Renwick, F.B., Introduction to Investment and Finance, N.Y., The Macmillan Company, 1979.

27 - Sharpe, W.F., Portfolio Theory and Capital Markets, N.Y., Mc Graw Hill Company, 1970.

28 - Smith, K.V., and Eiteman, D.K., Essentials of Investing, Illinois, Richard D. Irwin Inc., Homewood, 1974.

29 - Stevenson, R.A., and Jenning, G.H., Fundamentals of Investment, N.Y., West Publishing Co., 1977.

30 - Tang, S.C., International Investment in Singapore, London, Sweet & Maxwell, 1973.

31 - Tintner, G., Econometrics, N.Y., John Willey and Sons, Inc., 1952.

32 - Whitla, D.K., Handbook of Measurement in the Behavioural Sciences, Mass. Addison-Wesly Reading, 1968.

33 - Wright, L.T., Principles of Investments, Text and Cases, Second edition, Ohio, Grid Inc., Columbus, 1977.

34 - Yule, G.U., and Kendall, M.G., An Introduction to the theory of statistics, London, Charles Griffin & Company Ltd., 1950.

35 - ———————, Understanding the New York stock Exchange, N.Y., Published by N.Y.S.E., 1976.

B. PERIODICALS :

1 - Agmon, T., The Relations among Equity Markets, A Study of Share price co-movements in the U.S., U.K., and Japan, "Journal of Finance", September 1978.

2 - Errumza, V.R., Emerging Markets, A new opportunity for Improving Global Portfolio performance, "Financial Analysts Journal", Sep. - Oct. 1983.

3 - Frankfurter, G.M., and Phillips, H.E., Measuring Risk and Expectations Bias in Well diversified portfolias, "Time Studies in the Management Sciences", No. 11, North Holland Publishing Co., 1979.

4 - Heath, R., Domistico do Best, "Equity International", No. 1, October - November 1987.

5 - Hotelling, H., Analysis of a comlex statistical variables into principal components, "Journal of Education Psychology", Vol. 24, December 1933.

6 - Jacuillat, B.R., French Indexed Linked Bonds for U.S. Investors, "Journal of Portfolio Management", Vol. 5, No. 3, 1979.

7 - Leuthoid, S.C., and Blaich, K.F., Warped Yardstick, The AMEX Index disorts Price Moves both Up and down, "Barron's", September 18, 1972.

8 - Milne, R.D., The Dow Jones Industrial Averages re-examined, "Financial Analysts Journal", November-December, 1966.

9 - Reilly, F.K., Stock prices changes by Market Segement, "Financial Analysts Journal", Mar.-April 1971.

10 - Robertson, W., The Trouble with the Dow Jones Averages, "Fortune", March 1972.

11 - Rosenberg, B., and Guy, J., Beta and Investment Fundamentals, "Financial Analysts Journal", Vol. 32, No. 4, July-Aug. 1976.

12 - Schultz, J.W., The Numbers Derby, "Forbes", August 1974.

13 - West, S., and Miller, N., Why the N.Y.S.E. Common Stock Indexes, "Financial Analysts Journal", May - June 1967.

14 - Zakon, A.J., and Pennypaker, J.C., An Analysis of the Advance decline Line as a stock Indicator, "Journal of Financial and Quantitative Analysis", Vol. 1, No. 4, September 1968.

15 - ———————, New Indexes get there First, "Business Week", February 25, 1967.

ملاحق البحث

ملحق رقم (١) : ملخص بيانات الشركات المساهمة التي شملها مؤشر الأسهم السعودية

م	اسم الشركة المصدرة للسهم	تاريخ الانشاء	القيمة الاسمية للسهم بالريال	عدد الاسهم بالالاف	القيمة الدفترية للسهم (١٤٠٧ هـ) بالريال	الوزن النسبي للحجم ٠/٠ (أساس المؤشر الفرعي)	الوزن النسبي للحجم ٠/٠ (أساس المؤشر العام)
	أولا : الشركات المالية :						
١	البنك العربي الوطني	١٤٠٠	١٠٠	١٥٠٠	٧٦٨	٨ر٥٤	٠ر٣٠
٢	البنك السعودى الامريكي	١٤٠١	١٠٠	٣٠٠٠	٤٨٤	١٧ر٠٩	ر٦٠
٣	البنك السعودى البريطاني	١٣٩٩	١٠٠	٣٠٠٠	٢٠٦	١٧ر٠٩	ر٦٠
٤	بنك القاهرة السعودى	١٤٠٠	١٠٠	١٥٠٠	٢٥٠	٨ر٥٤	ر٣٠
٥	البنك السعودى الهولندى	١٣٩٧	١٠٠	٢١٠٠	٢٨٠	١١ر٩٦	ر٤٢
٦	البنك السعودى التجارى المتحد	١٤٠٣	١٠٠	٢٥٠٠	٩٣ر٥	١٤ر٢٤	ر٥٠
٧	بنك الرياض	١٣٧٧	١٠٠٠	٥٠	٧٧٧٠٠	ر٣	ر٠١
٨	البنك السعودى للاستثمار	١٣٩٧	١٠٠	٩٠٠	٢٢٩	٥ر١٢	ر١٨
٩	البنك السعودى الفرنسي	١٣٩٨	١٠٠	٢٠٠٠	٤٧٨	١١ر٣٩	ر٤٠
١٠	بنك الجزيرة السعودى	١٣٩٦	١٠٠	١٠٠٠	٤٤٠	٥ر٧٠	ر٢٠
	ثانيا : الشركات الصناعية :						
١١*	الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك)	١٣٩٧	١٠٠	١٠٠٠٠٠	٦٩٦	٥٧ر٩٣	٢٠ر٠٤
١٢	الاسمدة العربية (سافكو)	١٣٨٥	١٠٠	١٠٠٠	٨٦٨	٠ر٦	ر٢٠
١٣	السعودية للزيوت والسمن (صافولا)	١٣٩٩	١٠٠	٩٠٠	١٧٣	٥ر	ر١٨
١٤	الخزف السعودى	١٣٩٨	١٠٠	١٥٠٠	١٠٣	ر٩	ر٣٠
١٥	عسير للتجارة والصناعة	١٣٩٧	١٠٠	٢٣١ر٢٤	١١٧	ار	ر٠٥
١٦	الاسمدة العربية المحدودة	١٣٧٦	١٠٠	١٠٥٠٠	٦٢٣	٦ر٠٨	٢ر١
١٧	الاسمنت السعودى (الدمام)	١٣٧٧	١٠٠	٨٤٠٠	٤٠٧ر٨	٤ر٨٦	١ر٦٨
١٨	الاسمنت السعودى - البحريني	١٣٧٥	١٠٠	١٢٠٠٠	٨٢ر١	٦ر٩٥	٢ر٤١
١٩	السعودية الكويتية لصناعة الاسمنت	١٤٠٣	١٠٠	٦٤٥٠	١٠٤ر٣	٣ر٧٣	١ر٢٩
٢٠	أسمنت ينبع	١٣٩٩	١٠٠	٧٠٠٠	غ٠م٠	٤ر٠٥	١ر٤٠
٢١	أسمنت الجنوب	١٣٩٩	١٠٠	٧٠٠٠	١٢٧	٤ر٠٥	١ر٤٠
٢٢	أسمنت القصيم	١٣٩٨	١٠٠	٣٠٠٠	١٦٢	١ر٧٣	ر٦٠
٢٣	أسمنت اليمامة	١٣٧٩	١٠٠	٧٥٠٠	١٢٢	٤ر٣٤	١ر٥
٢٤	المصافي العربية السعودية	١٣٧٩	٥٠	٤٠٠	غ٠م٠	ر٢	ر٠٨
٢٥	التصنيع العربية	١٤٠٥	١٠٠	٦٠٠٠	٥٤ر٦	٣ر٤٧	١ر٢
٢٦	الجبس الاهلية	١٣٧٨	١٠٠	٧٢٠	١٣٦	ر٤	ار
	ثالثا : شركات النقل والخدمات :						
٢٧	كهرباء الوسطى	١٣٩٩	١٠٠	٨٠٠٠٠	١٠١ر٧	٢٧ر٢٤	١٦ر٠٣
٢٨	كهرباء الغربية	١٤٠٢	١٠٠	٧٦٢٧٧	٩٣ر٤	٢٥ر٩٧	١٥ر٢٩
٢٩	كهرباء الشرقية	١٣٩٩	١٠٠	٤١٧٦٠	١٠٠	١٤ر٢٢	٨ر٣٧
٣٠	كهرباء الجنوبية	١٤٠١	١٠٠	٣٨٥٥٨	١٠٠	١٣ر١٣	٧ر٧٣
٣١	كهرباء تبوك	١٣٩٢	١٠٠	٦٠	١٠٩ر٥	ر٠٢	ر٠١
٣٢	الغاز والتصنيع الاهلية	١٣٨٣	١٠٠	٥٠٠٠	١٢٣	١ر٧	١ر –
٣٣	السعودية للنقل الجماعي	١٣٩٩	١٠٠	١٠٠٠٠٠	٩٤ر٨	٣ر٤	٢ر –
٣٤	الوطنية للنقل البحرى (جديد)	١٣٩٨	١٠٠	١٠٠٠٠	غ٠م٠	٣ر٤	٢ر –
٣٥	الوطنية للنقل البحرى (قديم)	١٣٩٢	١٠٠	١٠٠٠٠	٦١ر٥	٣ر٤	٢ر –
٣٦	السعودية لتجارة المواشي	١٤٠١	١٠٠	٥٠٠٠	٦٢ر٥	١ر٧	١ر –
٣٧	السعودية لخدمات السيارات	١٤٠٣	١٠٠	٦٠٠٠	٥٢ر٢	٢ر٠٤	١ر٢

تابع بيانات الشركات المساهمة التي شملها المؤشر

مسلسل	اسم الشركة المصدرة للسهم	تاريخ الانشاء	القيمة الاسّاسية للسهم بالريال	عدد الاسّهم بالالاف	القيمة الدفترية للسهم (١٤٠٧ هـ)	الوزن النسبي للحجم ٠/٠ (أساس المؤشر الفرعي)	الوزن النسبي للحجم ٠/٠ (أساس المؤشر العام)
٣٨	السعودية للفنادق	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٥٠٠٠	١٣٤ر٤	١ر٧	– ١ر
٣٩	العقارية السعودية	١٣٩٧ هـ	١٠٠	٦٠٠٠	١٣٨	٢ر٠٤	١ر٢
	رابعا : الشركات الزراعية :						
٤٠	الوطنية للتنمية الزراعية (نادك)	١٣٩٨ هـ	١٠٠	٤٠٠٠	١٨٣ر٣	٢٦ر٦٧	٨ر
٤١	القصيم الزراعية	١٤٠٤ هـ	١٠٠	٥٠٠٠	١ر٤٩	٣٣ر٣٣	– ١ر
٤٢	حائل للتنمية الزراعية	١٤٠٥ هـ	١٠٠	٣٠٠٠	٢٣٢	– ٢٠ر	٦ر
٤٣	تبوك للتنمية الزراعية	١٤٠٤ هـ	١٠٠	٢٠٠٠	١٨١	١٣ر٣٣	٤ر
٤٤	السعودية للاسّماك	١٤٠١ هـ	١٠٠	١٠٠٠	١٧٠ر٦	٦ر٦٧	٢ر

* جزئت الاسّهم حديثا وأصبح عدد أسهم الشركة السعردية للصناعات الاسّاسية ١٠٠ مليون سهم والقيمة

ملحق رقم (٢) : القيم المضبوطة لمستويات معنوية معاملات ارتباط بيرسون

"Critical Values for

The Significiance of Pearson Coreelation Coefficients"

Critical Values of Correlations required for Signifiance			Sample
	at 1 % level	at 5 % level	Size
	0.875	0.755	5
	0.714	0.576	10
	0.665	0.483	15
	0.538	0.425	20
	0.488	0.380	25
	0.440	0.338	30
	0.417	0.320	35
	0.394	0.300	40
	0.370	0.280	45
	0.346	0.262	50
	0.328	0.248	60
	0.308	0.233	70
	0.290	0.220	80
	0.272	0.206	90
	0.209	0.194	100
	0.255	0.158	150
	0.182	0.137	200
	0.163	0.125	250
	0.115	0.088	500

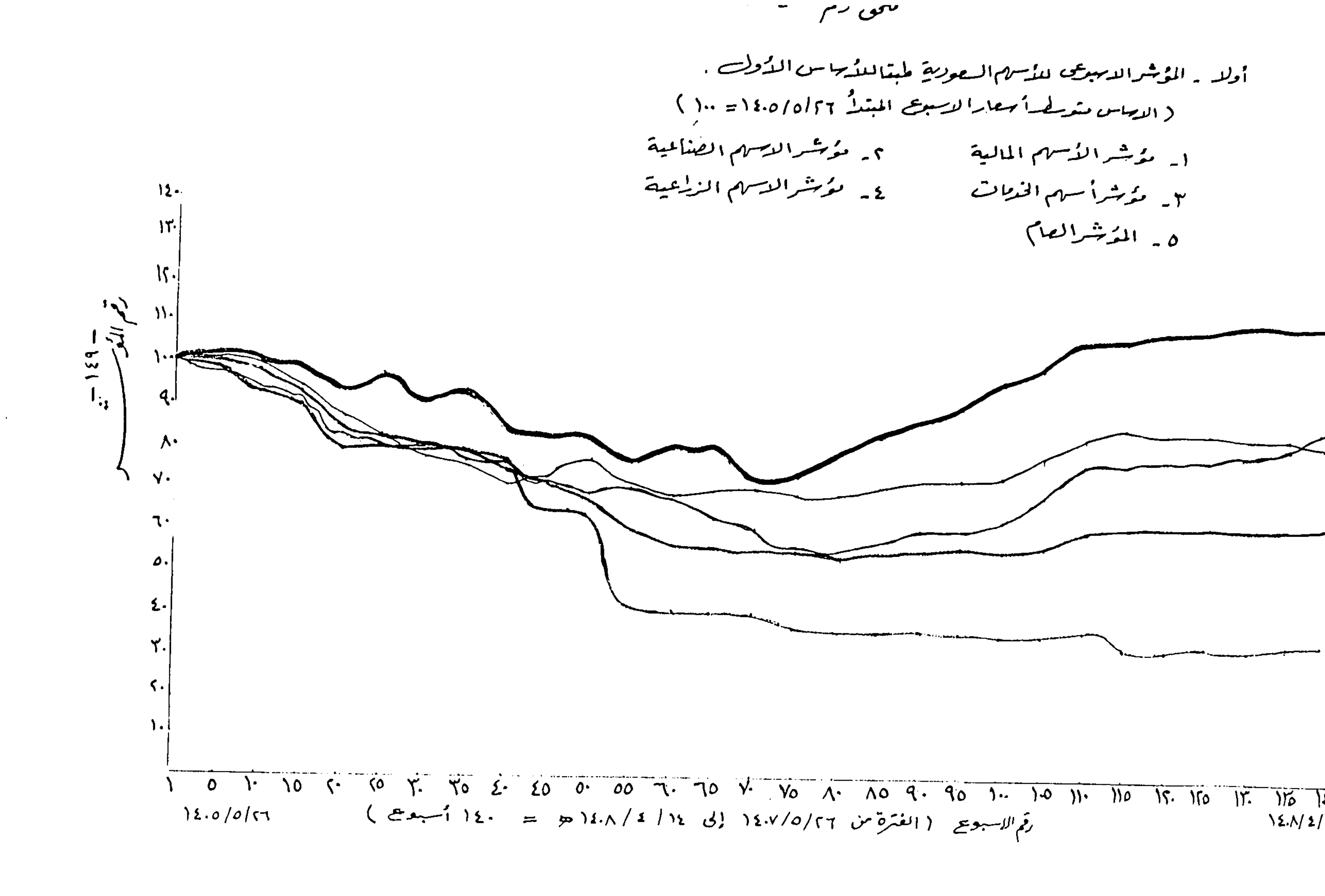
المرجع : D. Child, Essentials of Factor Analysis,

ملحق رقم (٣) : نموذج مقترح لعرض بيانات تداول الاسهم السعودية

مسلسل	نوع البيان	الشركات ١	٢	٣	....	ملاحظات
أ	الاسم المختصر للشركة	سابك	نادك	سافكو		اسم الشركة المختصر
ب	أعلى سعر للسهم خلال السنة الماضية					
ج	أقل سعر للسهم خلال السنة الماضية					
د	العائد الاخير للسهم بالريال في السنة الماضية					
هـ	العائد الجارى ٪ = العائد السنوى الاخير / القيمة السوقية للسهم أول العام					
و	رقم المضاعف (مقلوب القيمة السابقة)					
ز	العائد الكلي للسهم (في العام الماضي) = (العائد الدورى + التغير في القيمة السوقية) / القيمة السوقية للسهم أول العام					
ح	عدد الاسهم المتداولة في هذا اليوم					
ط	أعلى سعر للتداول في هذا اليوم					
ى	أقل سعر للتداول في هذا اليوم					
ك	سعر الاقفال في هذا اليوم					
ل	التغير عن الاقفال السابق (= ، + ، –)*					

١ – الحجم الكلي للاسهم المتداولة في هذا اليوم
٢ – قيمة الاسهم المتداولة في هذا اليوم
٣ – رقم مؤشر الاسهم المالية
٤ – رقم مؤشر الاسهم الصناعية
٥ – رقم مؤشر أسهم النقل والخدمات
٦ – رقم مؤشر الاسهم الزراعية
٧ – الرقم العام لمؤشر الاسهم السعودية

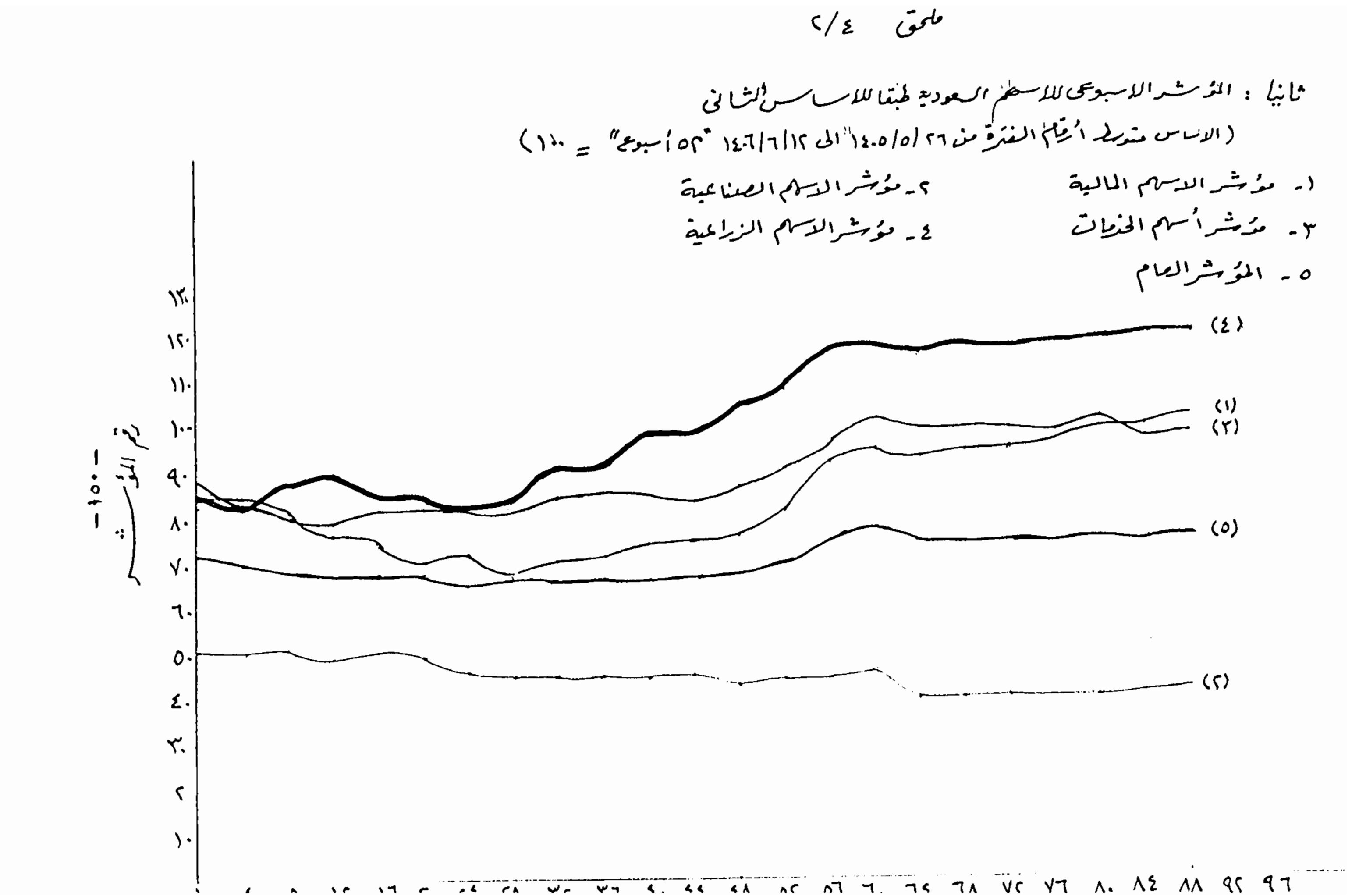
* = نفس الاقفال السابق ، + (زيادة) ، – (نقص) عن الاقفال السابق .


ملحق رقم -
أولاً - المؤشر الاسبوعي للأسهم السعودية طبقاً للأساس الأول .
(الاساس متوسط أسعار الاسبوع المبتدئ ١٤٠٥/٥/٢٦ = ١٠٠)
١ - مؤشر الأسهم المالية
٢ - مؤشر الاسهم الصناعية
٣ - مؤشر أسهم الخدمات
٤ - مؤشر الاسهم الزراعية
٥ - المؤشر العام
- ١٤٩ -
رقم المؤشر
١٤٠
١٣٠
١٢٠
١١٠
١٠٠
٩٠
٨٠
٧٠
٦٠
٥٠
٤٠
٣٠
٢٠
١٠
١ ٥ ١٠ ١٥ ٢٠ ٢٥ ٣٠ ٣٥ ٤٠ ٤٥ ٥٠ ٥٥ ٦٠ ٦٥ ٧٠ ٧٥ ٨٠ ٨٥ ٩٠ ٩٥ ١٠٠ ١٠٥ ١١٠ ١١٥ ١٢٠ ١٢٥ ١٣٠ ١٣٥
١٤٠٥/٥/٢٦
رقم الاسبوع (الفترة من ١٤٠٧/٥/٢٦ إلى ١٤ / ٤ / ١٤٠٨هـ = ١٤٠ أسبوع)

ملحق ٤/٢

ثانيا : المؤشر الاسبوعي للاسهم السعودية طبقا للاساس الثاني

(الاساس متوسط أرقام الفترة من ٢٦/٥/١٤٠٥ الى ١٢/٦/١٤٠٦ "٥٣ أسبوع" = ١٠٠)



ملحق رقم ٤ – ٣

ثالثا : مؤشر الأسهم السعودية طبقا للأساس السنوي :
(الأساس محرم ١٤٠٠ = ١٠٠)

١ـ مؤشر الأسهم المالية
٢ـ مؤشر الأسهم الصناعية
٣ـ مؤشر الخدمات
٤ـ الأسهم الزراعية
٥ـ المؤشر العام

الرقم القياسي

٢٧٠
٢٦٠
٢٥٠
٢٤٠
٢٣٠
٢٢٠
٢١٠
٢٠٠
١٩٠
١٨٠
١٧٠
١٦٠
١٥٠
١٤٠
١٣٠
١٢٠
١١٠
١٠٠
٩٠
٨٠
٧٠
٦٠
٥٠
٤٠
٣٠
٢٠
١٠

(١)
(٤)
(٥)
(٣)
(٢)

١٤٠٠ ١٤٠١ ١٤٠٢ ١٤٠٣ ١٤٠٤ ١٤٠٥ ١٤٠٦ ١٤٠٧ ١٤٠٨





